lax889889.com 299520.xyz

华泰证券 HUATAI SECURITIES

行业研究/深度研究

2020年08月17日

行业评级：

社会服务	增持（维持）
酒店Ⅱ	增持（维持）

梅昕 研究员
SAC No. S0570516080001
021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 研究员
SAC No. S0570519010001
021-28972038
sundanyang@htsc.com

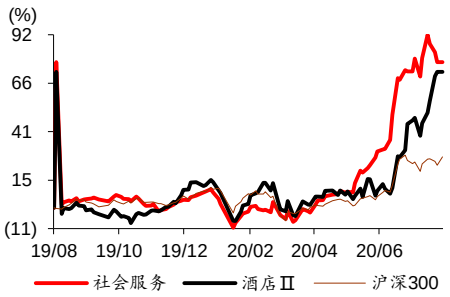
沈晓峰 研究员
SAC No. S0570516110001
SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

王莎莎 研究员
SAC No. S0570517090002
SFC No. BOR137
010-56793922
wangshasha@htsc.com

相关研究

1《社会服务：行业周报（第三十三周）》2020.08
2《社会服务：新品带动国牌线上销售额高增长》2020.08
3《社会服务：行业周报（第三十二周）》2020.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

酒店结构性成长空间广阔

Logit 模型分析酒店连锁化空间

龙头主导升级，关注中端酒店连锁化机会

中端酒店连锁化率与 CR3 较高，龙头凭借产品优势占据主导地位。我们认为中端连锁酒店增长潜力较大，主要因中端门店数不足经济型 1/10(截止 20 年 7 月 21 日,下同)。以静态模型估计，中性/乐观情境国内中端连锁酒店客房数有 9/52 万间增量，较现状增长 12%/70%。考虑经济型酒店改造升级、中端加速展店及非标品牌拓展等积极因素，连锁酒店实际拓展空间将更大。龙头具规模和运营优势，份额有望提升，推荐龙头首旅酒店。

经济型连锁化关注下沉市场，中端连锁展店空间较大

三/四/五线城市经济型酒店连锁化率仅为 17.3%/11.5%/7.0%（客房数口径），下沉市场连锁化率有望提升，70 间客房以下酒店有望加盟非标品牌。中端酒店连锁化率显著高于经济型，主要因连锁酒店集团主导产业升级。总量上看，中端酒店门店数不足经济型 1/10，展店空间较大。集团层面，经济型领域，各集团在一二线市场处于均势，锦江更下沉；中端领域，锦江旗下维也纳品牌全国领先，华住与首旅主要分布于一二线市场。

客房数是连锁化核心变量，兼顾位置，中端酒店不同城市差异大

连锁化率与客房数关系密切，经济型酒店/中端酒店单店客房数主要集中于 30~149/70~299 间区间。选取酒店物业变量，通过 Logit 模型回归分析，我们发现在控制其他物业条件不变的条件下，客房数是决定连锁化概率的核心变量，呈显著的倒 U 型关系；酒店位置如邻近火车站及与市中心距离等，对连锁化概率有着重要影响。此外，各线城市中端酒店模型差异较大表明相比发达城市，低线城市中端酒店连锁化进程较滞后，处于发展初期。

经济型天花板较低，中端酒店连锁空间广阔

我们以一线城市模型为基准，基于酒店物业条件，测算经济型/中端酒店连锁化空间。结果表明经济型酒店连锁化空间较小，主要集中在四五线城市。中端酒店连锁化潜在空间广阔，利用静态模型估计，中性/乐观情境下全市场中端连锁酒店客房数有 9/52 万间增量（当前 74 万间）。由于酒店集团下沉过程中，酒店投资模型可能根据下沉市场调整，模型完全以一线城市物业标准确定连锁化门槛，可能低估中端连锁酒店拓展空间。

龙头经济型升级、中端加速展店、拓展非标

我们认为当前国内经济型和中端酒店结构不平衡，未来连锁酒店成长主要来自经济型产品升级，加速中端展店，发展非标品牌，连锁酒店实际拓展空间将大于模型测算。根据盈蝶咨询与华住、锦江、首旅年报，19 年我国酒店 CR3 仅 10.08%，未来有望持续整合行业，提升份额。推荐首旅酒店，公司发力中高端，开店有望加速，预计 20/21/22 年 EPS 为 0.06/0.97/1.16 元，参考历史 OCC 同比变化由负转正期估值提升，给予 21 年 EPS 目标 PE 区间 25~30 倍，目标价区间为 24.25~29.10 元，“增持”评级。

风险提示：城市异质性风险；酒店档次结构改变风险；宏观经济风险。

重点推荐

					EPS (元)				P/E (倍)			
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600258 CH	首旅酒店	19.17	增持	24.25~29.10	0.90	0.06	0.97	1.16	21.30	319.50	19.76	16.53

资料来源：华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

正文目录

现状：连锁化率相对较低，结构优化空间大 5
经济型：连锁化率 16%，非标发力空间大 5
一线连锁化领先，低线城市待提升 5
70 间以下客房连锁水平偏低 8
中端：连锁化率 31%，总量有望提升 9
门店数量偏少，龙头主导升级 9
70~299 间客房适宜加盟连锁 12
酒店集团区域分布差异大 15
经济型：一二线各家齐头并进，锦江更下沉 15
中端：锦江维也纳全国领先，华住、首旅一二线 16
Logit 模型验证客房数与连锁化概率为倒 U 型关系 20
经济型酒店：连锁化进程接近，市场发展较成熟 20
一线城市：连锁化最优客房数为 130-190 间 20
其余城市：连锁化阶段相近，集中于中心城区 21
中端酒店：连锁化进程差异大，低线城市发展初期 22
一线城市：连锁化最优客房数为 220-300 间 22
其余城市：低线城市连锁化进程滞后 22
总结：客房是核心变量，兼顾位置，中端模型差异大 23
模型测算中端连锁增长空间广阔 24
经济型天花板较低，中端连锁空间广阔 24
经济型升级，中端加速，拓展非标 26
重点推荐标的 29
首旅酒店（600258 CH，增持，目标价：24.25~29.10 元） 29
风险提示 29
附录 30

图表目录

图表 1： 一线城市经济型酒店连锁化情况 5
图表 2： 主要二线城市经济型酒店连锁化情况 5
图表 3： 二线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个） 6
图表 4： 三线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个） 6
图表 5： 四线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个） 6
图表 6： 五线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个） 6
图表 7： 各线城市经济型酒店年龄结构（以开业时间计） 6
图表 8： 一至五线城市经济型酒店连锁化率与城市人均 GDP 显著正相关 7
图表 9： 二线城市经济型酒店连锁化率区域分布情况 7
图表 10： 三线城市经济型酒店连锁化率区域分布情况 7

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 11： 四、五线城市经济型酒店连锁化率区域分布情况 7
图表 12： 按客房数上海经济型酒店连锁化情况 8
图表 13： 按客房数广州经济型酒店连锁化情况 8
图表 14： 按客房数杭州经济型酒店连锁化情况 8
图表 15： 按客房数深圳经济型酒店连锁化情况 8
图表 16： 按客房数二线城市经济型酒店连锁化情况 8
图表 17： 按客房数三线城市经济型酒店连锁化情况 8
图表 18： 按客房数四线城市经济型酒店连锁化情况 9
图表 19： 按客房数五线城市经济型酒店连锁化情况 9
图表 20： 各城市经济型酒店按客房数区分，连锁化率差异较大 9
图表 21： 一线城市中端酒店连锁化情况 10
图表 22： 主要二线城市中端酒店连锁化情况 10
图表 23： 二线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个） 10
图表 24： 三线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个） 10
图表 25： 四线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个） 10
图表 26： 五线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个） 10
图表 27： 各线城市中端酒店年龄结构（以开业时间计） 11
图表 28： 一至五线城市中端酒店连锁化率与城市人均 GDP 显著正相关 11
图表 29： 二线城市中端酒店连锁化率区域分布情况 12
图表 30： 三线城市中端酒店连锁化率区域分布情况 12
图表 31： 四、五线城市中端酒店连锁化率区域分布情况 12
图表 32： 按客房数上海中端酒店连锁化情况 12
图表 33： 按客房数广州中端酒店连锁化情况 12
图表 34： 按客房数杭州中端酒店连锁化情况 13
图表 35： 按客房数深圳中端酒店连锁化情况 13
图表 36： 按客房数二线城市中端酒店连锁化情况 13
图表 37： 按客房数三线城市中端酒店连锁化情况 13
图表 38： 按客房数四线城市中端酒店连锁化情况 13
图表 39： 按客房数五线城市中端酒店连锁化情况 13
图表 40： 各城市中端酒店连锁化率情况 14
图表 41： 经济型连锁酒店品牌比较 15
图表 42： 锦江之星酒店地域分布情况 15
图表 43： 7 天酒店地域分布情况 15
图表 44： 汉庭酒店地域分布情况 15
图表 45： 如家酒店地域分布情况 15
图表 46： 各线城市经济型连锁酒店品牌客房量比较 16
图表 47： 重点城市经济型连锁酒店品牌客房量比较 16
图表 48： 中端连锁酒店品牌比较 16
图表 49： 维也纳酒店地域分布情况 17
图表 50： 丽枫酒店地域分布情况 17
图表 51： 全季酒店地域分布情况 17

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 52： 桔子酒店地域分布情况 17
图表 53： 如家商旅/精选酒店地域分布情况 17
图表 54： 和颐酒店地域分布情况 17
图表 55： 亚朵酒店地域分布情况 18
图表 56： 各线城市中端连锁酒店品牌客房量比较 18
图表 57： 重点城市中端连锁酒店品牌客房量比较 18
图表 58： 经济型连锁酒店市场集中度比较（客房量口径） 19
图表 59： 中端连锁酒店市场集中度比较（客房量口径） 19
图表 60： 回归变量定义 20
图表 61： 各一线城市经济型连锁酒店最优客房数 20
图表 62： 一线城市经济型酒店回归系数 21
图表 63： 二至五线城市经济型酒店回归系数 21
图表 64： 各一线城市中端连锁酒店最优客房数 22
图表 65： 一线城市中端酒店回归系数 22
图表 66： 二至五线中端酒店回归系数 23
图表 67： 经济型酒店统一模型有效性检验 24
图表 68： 中端酒店统一模型有效性检验 24
图表 69： 二线城市经济型酒店连锁化率测算 25
图表 70： 低线城市经济型酒店连锁化率测算 25
图表 71： 二线城市中端酒店连锁化率测算 25
图表 72： 低线城市中端酒店连锁化率测算 25
图表 73： 连锁酒店门店数现状统计（单位：家） 26
图表 74： 全市场有限服务酒店连锁化率测算 26
图表 75： 三大龙头中端酒店净新开店数 26
图表 76： 三大龙头净开店中中端酒店占比 26
图表 77： 龙头主要非标品牌加盟物业条件 27
图表 78： 龙头主要非标品牌加盟政策 27
图表 79： 2019 年经济型连锁酒店市场美国龙头市占率更高（按客房数） 28
图表 80： 2019 年中端酒店市场美国龙头市占率更高（按客房数） 28
图表 81： 重点公司估值表 29
图表 82： 报告提及公司 29
图表 83： 城市酒店家数与客房数统计 30

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

现状：连锁化率相对较低，结构优化空间大

我们收集了 335 个城市（第一财经发布的《2020 城市商业魅力排行榜》中一至五线城市，将其中的新一线城市纳入二线城市，详见附录）的酒店信息（如无另外说明，本文酒店数据均截止 2020 年 7 月 21 日），共有酒店 38 万家，客房 1456 万间。截止 2020 年 7 月 21 日，因北京疫情风险等级为二级，在线运营酒店数据缺失较多，故剔除北京数据。以收集到的酒店数量为分子，以携程网城市酒店总量为分母，度量信息完整度，所有城市的酒店信息完整度达到 74%以上，81%的城市酒店信息完整度超过 90%，能较好反映各城市酒店市场格局。

本文分析中，将连锁酒店发展较为成熟的杭州列入一线城市，主要原因在于 1) 二线城市中唯有杭成渝客房数超过 30 万间，与广/深客房数 36/31 万间接近，且杭州经济型/中端酒店连锁化率为 20.6%/41.4%，远高于成都的 14.7%/26.4%与重庆的 10.0%/22.1%，更接近于上广深均值 23.3%/46.8%；2) 杭州位于经济较发达的江浙区域，是酒店龙头较早重点发展区域，如华住在财报中将杭州与北上广深作为成熟市场合并列示，杭州中端酒店客房占有限服务酒店客房比例在一二线城市中仅次于上海，略高于广深。

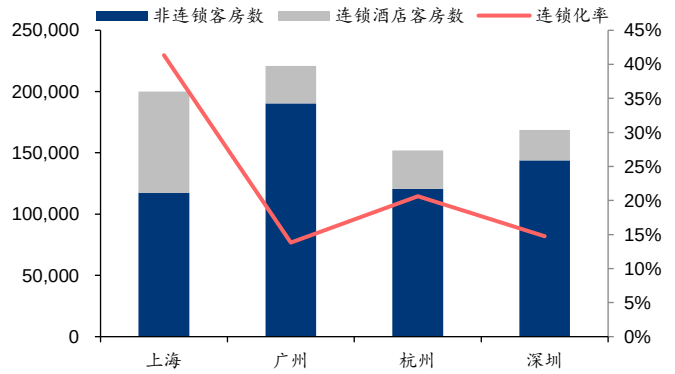
经济型：连锁化率 16%，非标发力空间大

一线连锁化领先，低线城市待提升

从客房数总量上看，上海与广州总量领先，均超过 20 万间，杭州与深圳则在 15-17 万间之间。

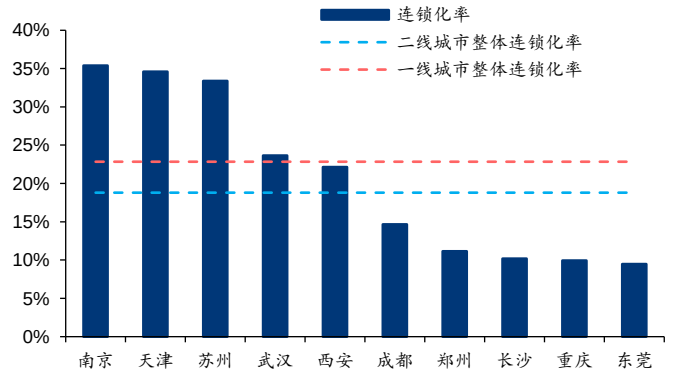
从连锁化率看，一线城市整体连锁化率为 22.8%（本文提及连锁化率均为客房数口径），其中上海遥遥领先，高达 41.3%，广、杭、深在 13-21%之间。二线城市整体连锁化率为 18.8%，各城市间连锁化率差异明显，南京、天津、苏州连锁化率较高，超过 30%；武汉与西安处于第二梯队，与一线城市整体连锁化率接近，其余主要二线城市连锁化率仍较低，在 9-15%之间。三、四、五线城市整体连锁化率分别为 17.3%、11.5%与 7.0%。**总体而言，过半的二三线城市连锁化率在 20%以下，41.1%的四线城市以及 69.3%的五线城市连锁化率不足 10%，仍有提升空间。**

图表1： 一线城市经济型酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表2： 主要二线城市经济型酒店连锁化情况

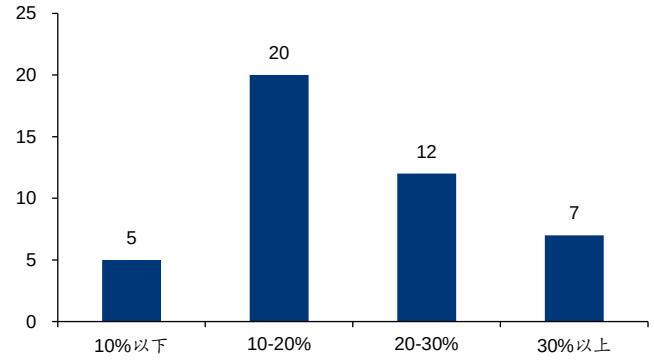


资料来源：携程网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

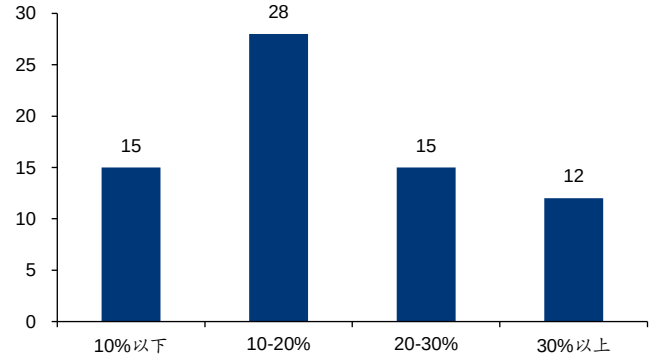
lax889889.com 299520.xyz

图表3： 二线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个）



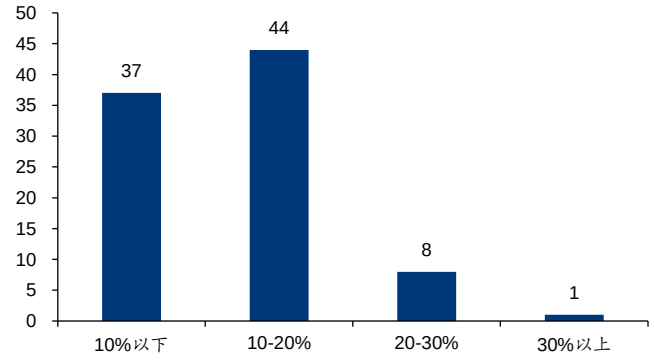
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表4： 三线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个）



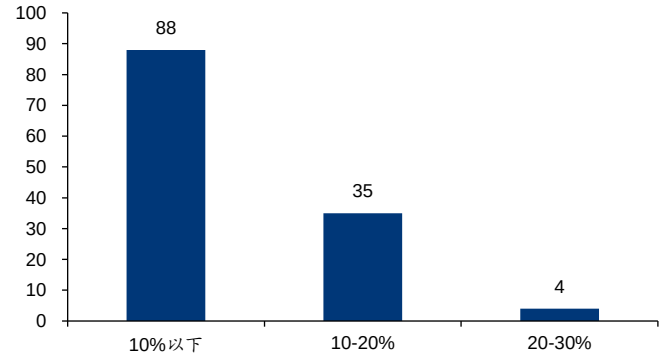
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表5： 四线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个）



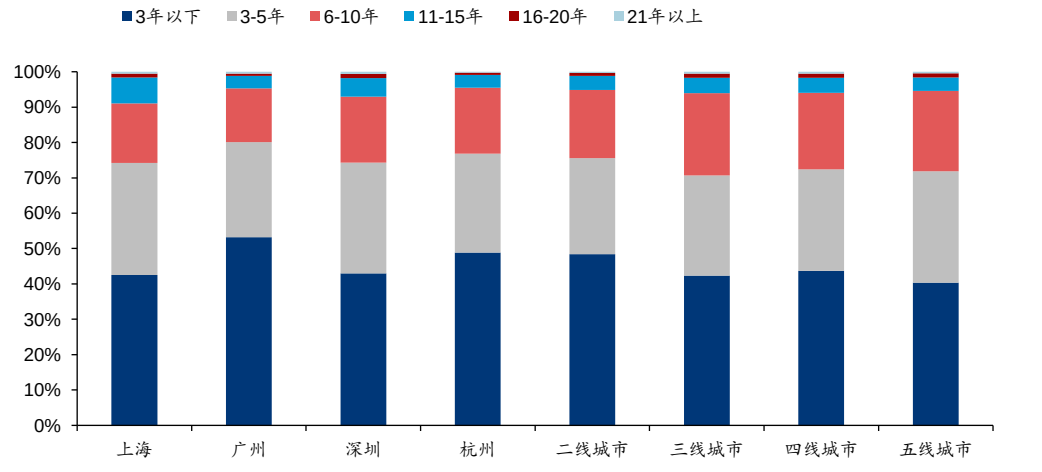
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表6： 五线城市经济型酒店连锁化率分布情况（单位：个）



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表7： 各线城市经济型酒店年龄结构（以开业时间计）



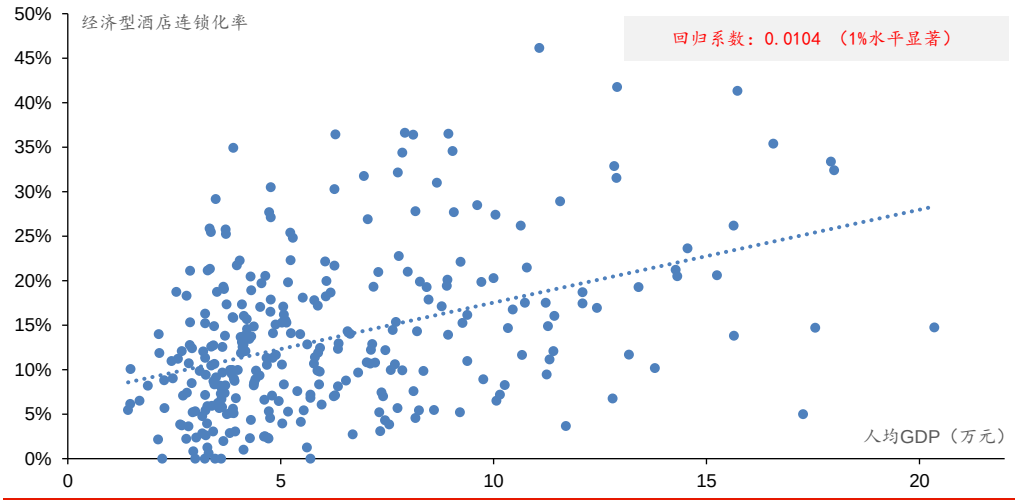
资料来源：携程网，华泰证券研究所

进一步从区域角度分析二至五线城市连锁化率情况，可以发现区域分化明显，华东与华北区域连锁化率较高，而华南与西南区域连锁化率仍然较低。整体而言，连锁化率与地区经济发展水平正相关，**然而成渝以及珠三角地区，连锁化率低于同线城市，仍存连锁化空间。**

liaohan.net nblax520.com

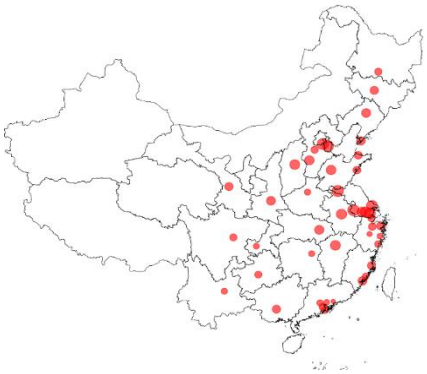
lax889889.com 299520.xyz

图表8： 一至五线城市经济型酒店连锁化率与城市人均 GDP 显著正相关



资料来源：Wind，携程网，华泰证券研究所

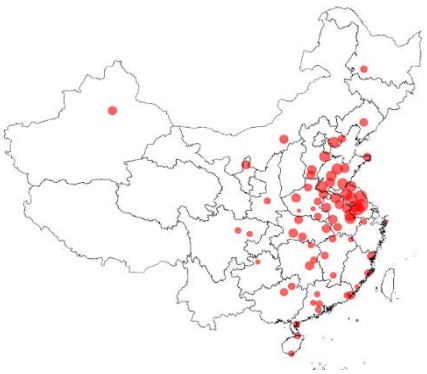
图表9： 二线城市经济型酒店连锁化率区域分布情况



注：散点半径与连锁化率成正比；为突出重点区域，未完整展示南海领土，下同

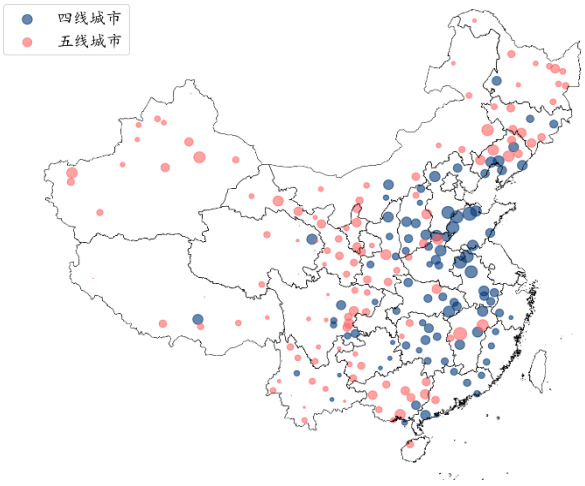
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表10： 三线城市经济型酒店连锁化率区域分布情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表11： 四、五线城市经济型酒店连锁化率区域分布情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

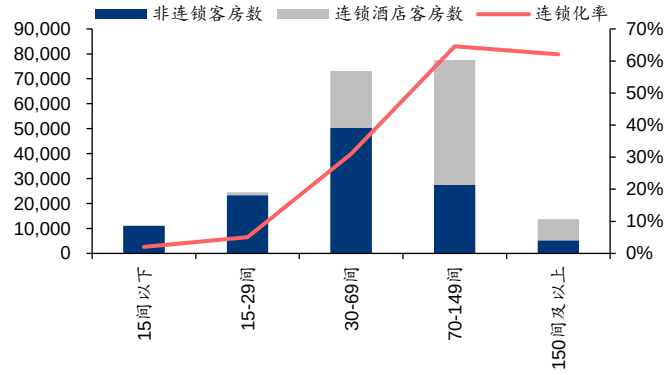
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

70 间以下客房连锁水平偏低

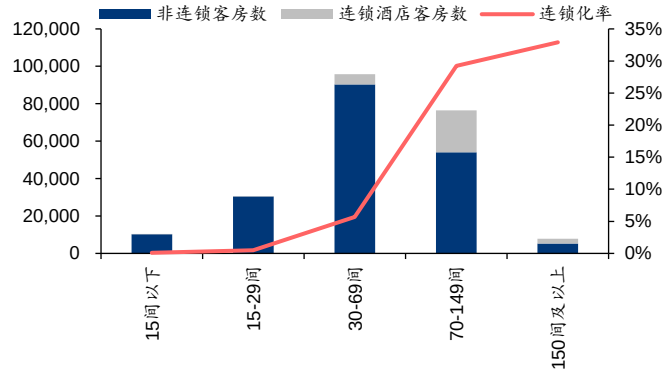
从客房量结构角度分析，一线城市经济型酒店单店客房数集中在 30~69 以及 70~149 间两个区间，连锁酒店则主要分布于 70~149 间区间。**客房数与连锁化率存在倒 U 型关系，**超过 150 间后客房数对连锁化率的边际促进作用或下降。

图表12： 按客房数上海经济型酒店连锁化情况



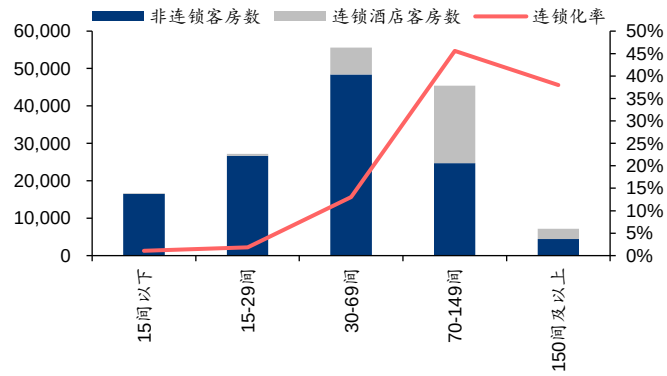
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表13： 按客房数广州经济型酒店连锁化情况



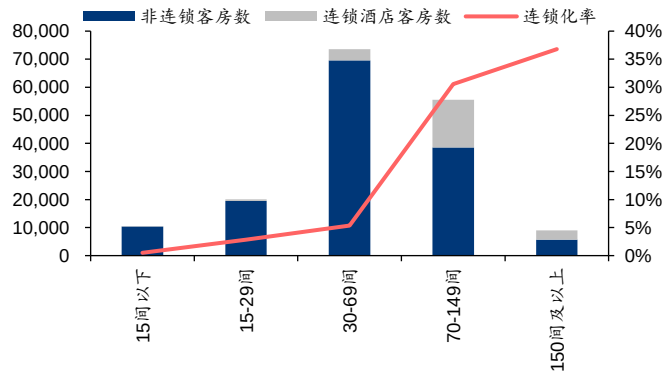
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表14： 按客房数杭州经济型酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

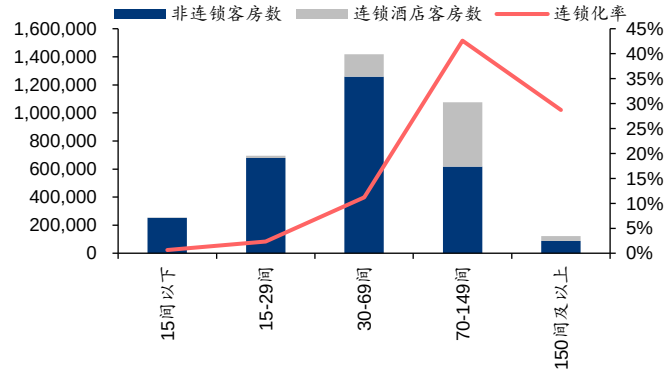
图表15： 按客房数深圳经济型酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

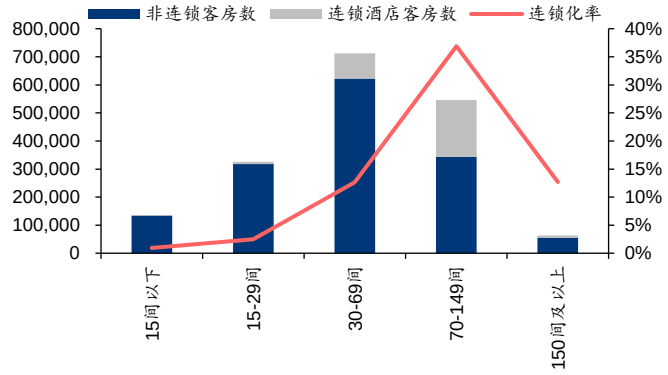
二、三城市与一线城市市场相近，经济型酒店单店客房数集中在 30-69 以及 70-149 间两个区间，四、五线城市酒店规模较小，15~29 间的酒店客房量占比更高。客房数与连锁化率的倒 U 型关系更为明显，连锁化率在 70-149 间区间最高，超过 150 间后反而下降。

图表16： 按客房数二线城市经济型酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表17： 按客房数三线城市经济型酒店连锁化情况



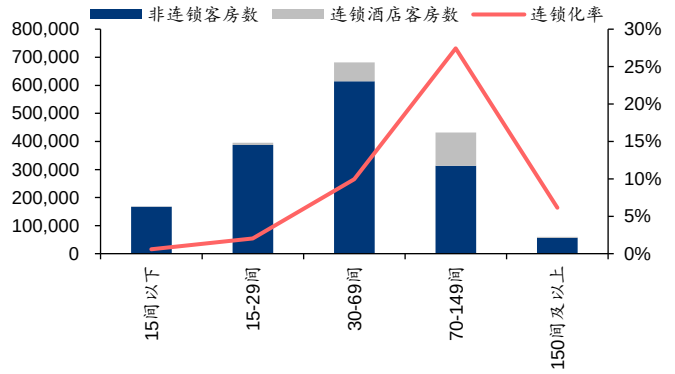
资料来源：携程网，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

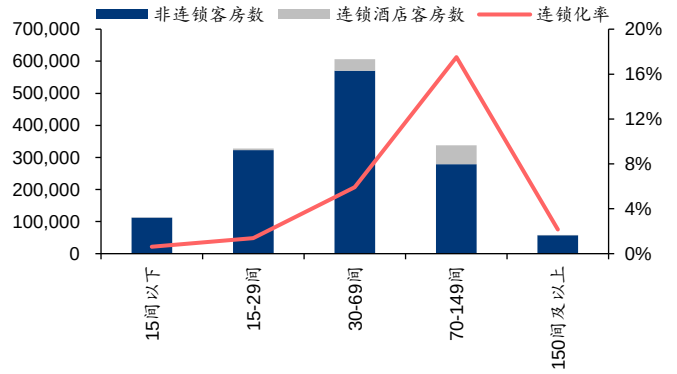
lax889889.com 299520.xyz

图表18： 按客房数四线城市经济型酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表19： 按客房数五线城市经济型酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

我们认为随品牌酒店下沉加速，加大非标品牌拓展，低线城市以及 70 间客房以下酒店的连锁化率有望提升。

图表20： 各城市经济型酒店按客房数区分，连锁化率差异较大

城市	按客房数					总计
	<15	15~29	30~69	70~149	>150	
上海	2.0%	5.0%	31.1%	**64.6%**	**62.1%**	41.3%
广州	0.1%	0.5%	5.7%	**29.2%**	**32.9%**	13.8%
深圳	0.5%	2.8%	5.4%	**30.6%**	**36.8%**	14.7%
杭州	1.1%	1.8%	13.0%	**45.6%**	**38.0%**	20.6%
Tier 2	0.6%	2.4%	11.2%	**42.6%**	**28.7%**	18.8%
Tier 3	0.9%	2.5%	12.6%	**36.9%**	**12.7%**	17.3%
Tier 4	0.6%	2.1%	10.0%	**27.4%**	**6.1%**	11.5%
Tier 5	0.6%	1.4%	5.9%	**17.5%**	**2.2%**	7.0%
总计	0.7%	2.1%	10.5%	**35.8%**	**19.1%**	15.6%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

中端：连锁化率 31%，总量有望提升

门店数量偏少，龙头主导升级

总量上，上海中端酒店（本文提及中端酒店均为携程分类为舒适型/三星级的酒店）一骑绝尘，总客房量超过 9 万间，广州、杭州与深圳则在 5~6 万间左右。从连锁化率看，一线城市中端酒店整体连锁化率为 47.5%，上海依旧遥遥领先，高达 65%，广杭深仍较低，在 35-42%之间。

二线城市整体连锁化率为 38.9%，50%的二线城市连锁化率低于 40%，城市间连锁化率差异较大，南京、武汉、天津连锁化率较高，超过 55%；苏州与西安处于第二梯队，接近一线城市连锁化率均值，成渝连锁化率较低，不足 30%。

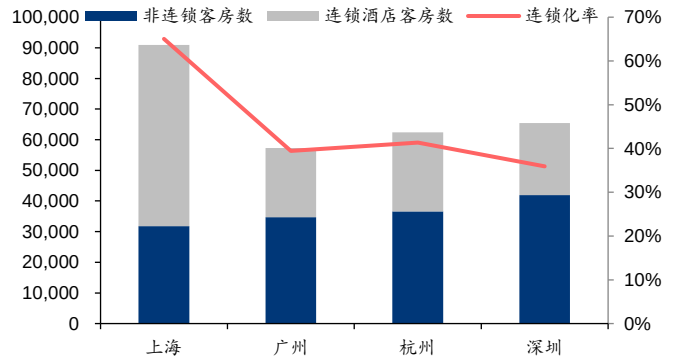
三、四、五线城市整体连锁化率分别为 27.4%、20.8%与 14.2%。三、四、五线城市中端酒店连锁化进程大幅滞后于二线城市，过七成二线城市连锁化率在 30%以上，三线城市这一比例不足四成，四线城市仅三成，五线城市差不多一成。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

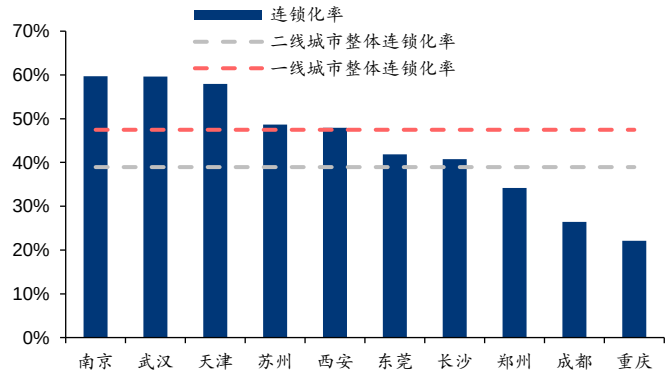
lax889889.com 299520.xyz

图表21： 一线城市中端酒店连锁化情况



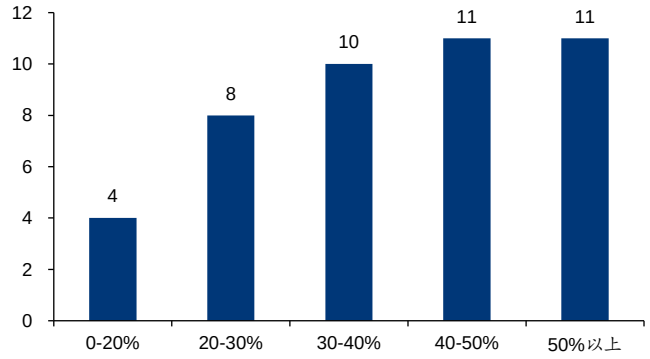
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表22： 主要二线城市中端酒店连锁化情况



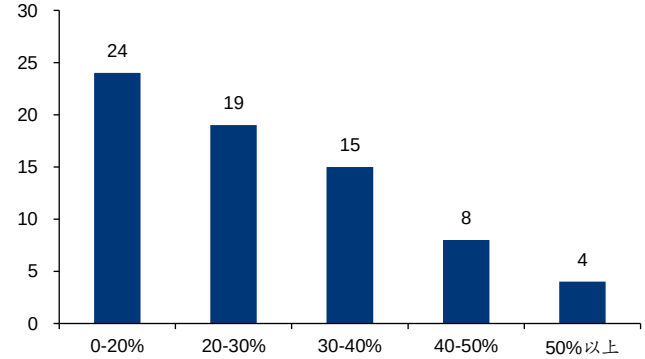
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表23： 二线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个）



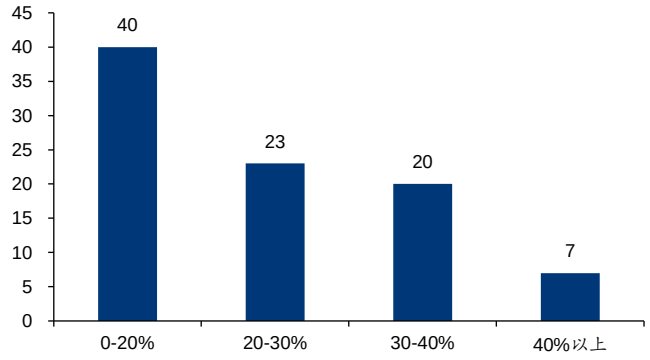
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表24： 三线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个）



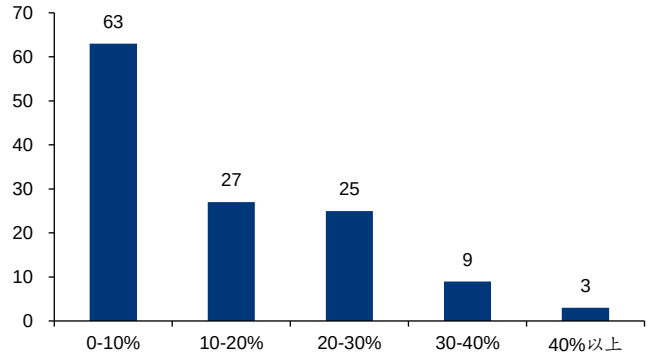
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表25： 四线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个）



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表26： 五线城市中端酒店连锁化率分布情况（单位：个）



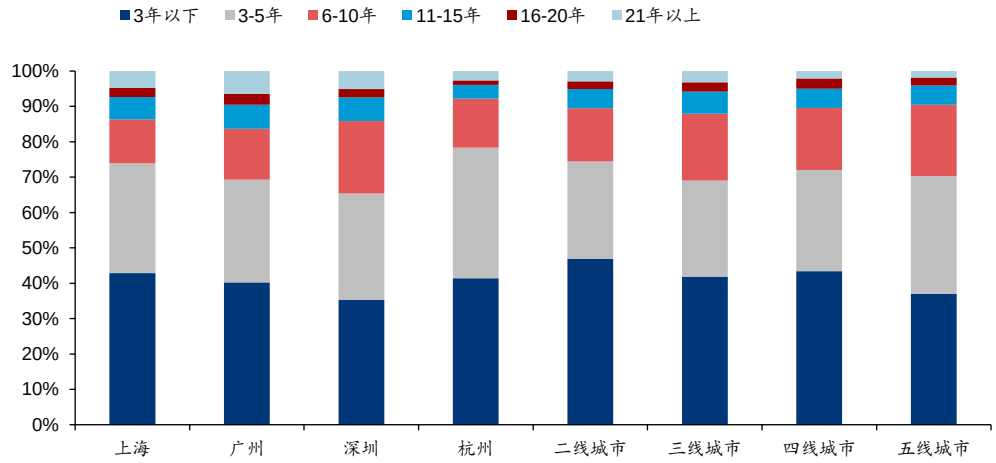
资料来源：携程网，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表27： 各线城市中端酒店年龄结构（以开业时间计）

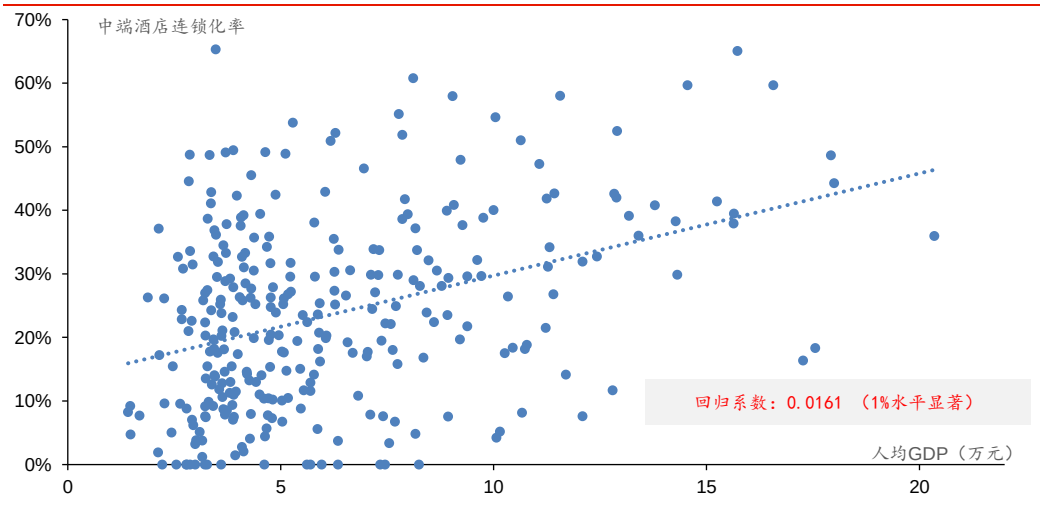


资料来源：携程网，华泰证券研究所

中端酒店在各线城市中连锁化率远高于经济型酒店，主要因为中端酒店发展时间较短，门槛高，龙头公司在产品和服务创新上具有显著优势，引领中端升级。另一方面，当前国内酒店结构不平衡，根据本文样本数据，中端酒店总量为 2.9 万家，远低于经济型酒店的 33.6 万家，我们认为未来或有大量经济型酒店向中端改造升级。

从区域角度分析，中端酒店相较于经济型酒店，城市间连锁化率差异较小，与城市经济发展水平关系更密切。华东与华北地区连锁化率仍然较高，广东与领先地区连锁化率的差距与经济型相比明显缩小，华中与西南地区较低，成渝连锁化率依然偏低。

图表28： 一至五线城市中端酒店连锁化率与城市人均 GDP 显著正相关

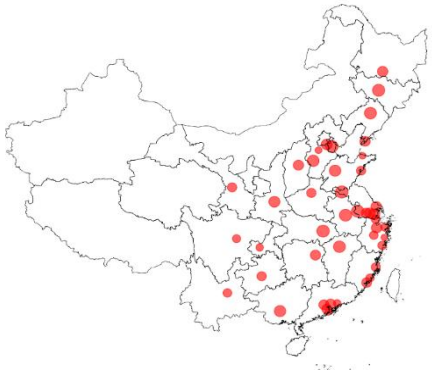


资料来源： Wind，携程网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

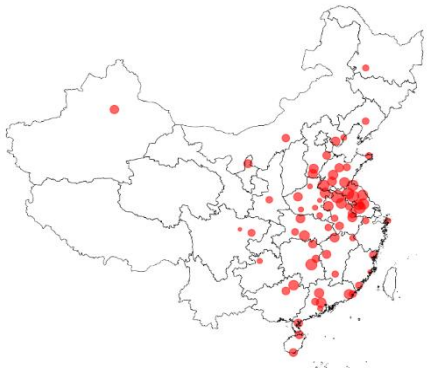
图表29： 二线城市中端酒店连锁化率区域分布情况



注：散点半径与连锁化率成正比；为突出重点区域，未完整展示南海领土，下同

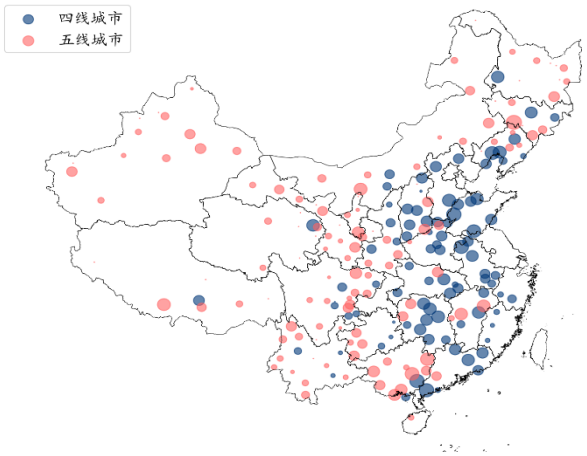
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表30： 三线城市中端酒店连锁化率区域分布情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表31： 四、五线城市中端酒店连锁化率区域分布情况

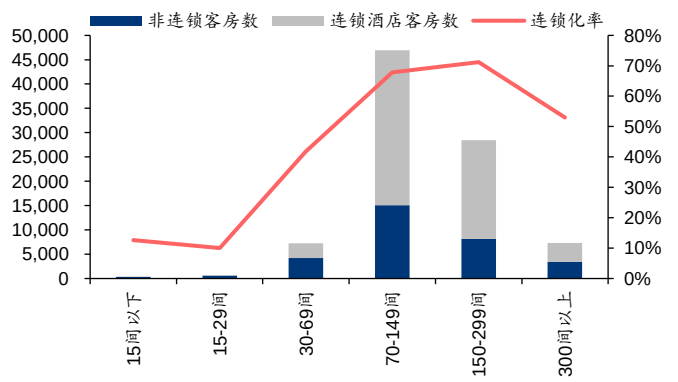


资料来源：携程网，华泰证券研究所

70~299 间客房适宜加盟连锁

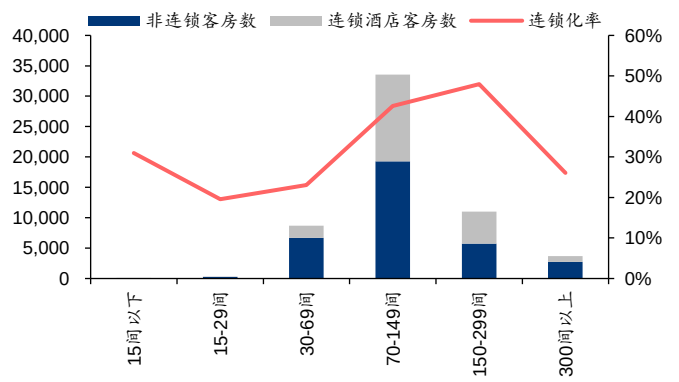
从客房量结构角度分析，一线城市中端酒店单店客房数明显高于经济型酒店，集中在 70~149 以及 150~299 间两个区间，中端酒店对客房数要求明显更高。与经济型酒店类似，客房数对连锁化率影响呈倒 U 型关系，不过连锁化率峰值对应的客房数略有提升，多位于 150-299 间区间，一般超过 300 间后连锁化率开始下降。

图表32： 按客房数上海中端酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表33： 按客房数广州中端酒店连锁化情况



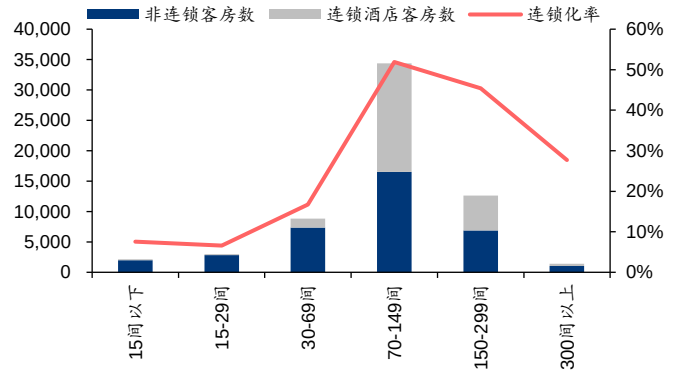
资料来源：携程网，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

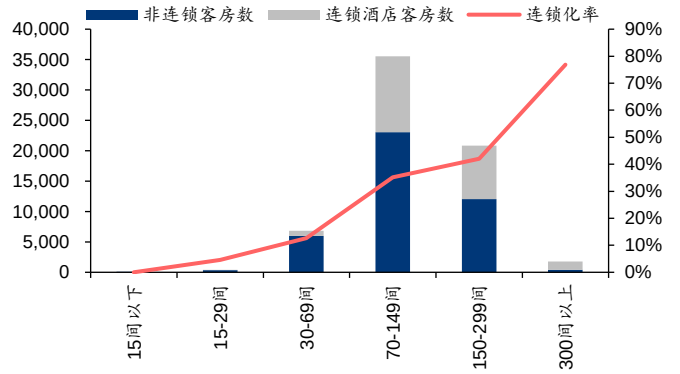
lax889889.com 299520.xyz

图表34： 按客房数杭州中端酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表35： 按客房数深圳中端酒店连锁化情况

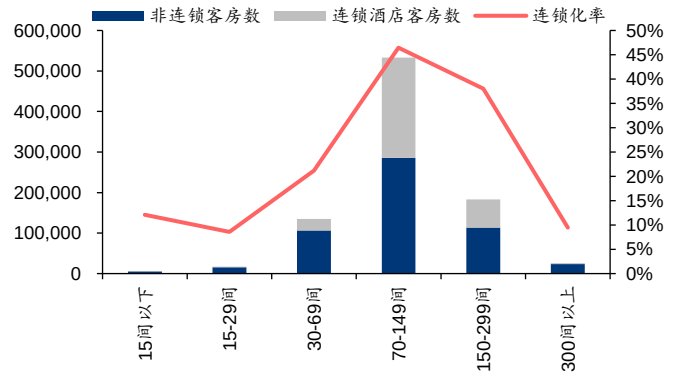


注：300 间以上连锁化率较高，主要因样本中该类酒店仅 5 家，存偶然性

资料来源：携程网，华泰证券研究所

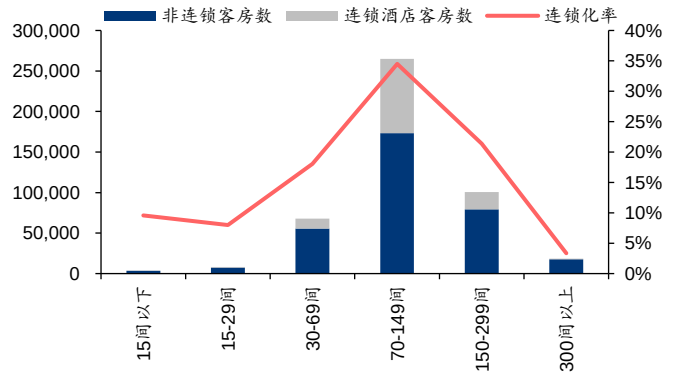
二至五线城市客房数与连锁化率的倒 U 型关系更为明显。中端酒店单店客房数集中在 70-149 间区间，连锁化率也在这一区间达到峰值，高客房数酒店连锁化率明显低于一线城市。二至五线城市与一线城市中端酒店客房数分布接近，四、五线城市单店客房数规模小，连锁化率较低。

图表36： 按客房数二线城市中端酒店连锁化情况



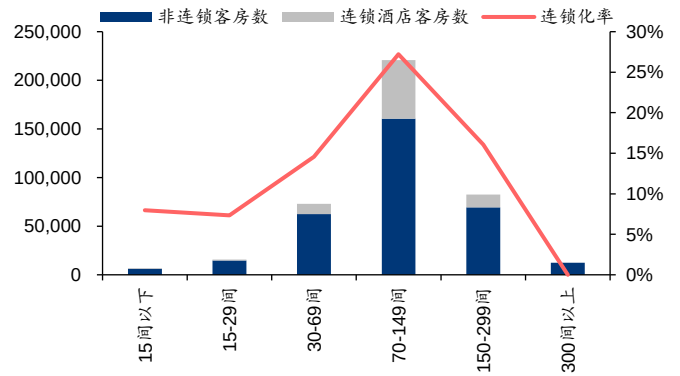
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表37： 按客房数三线城市中端酒店连锁化情况



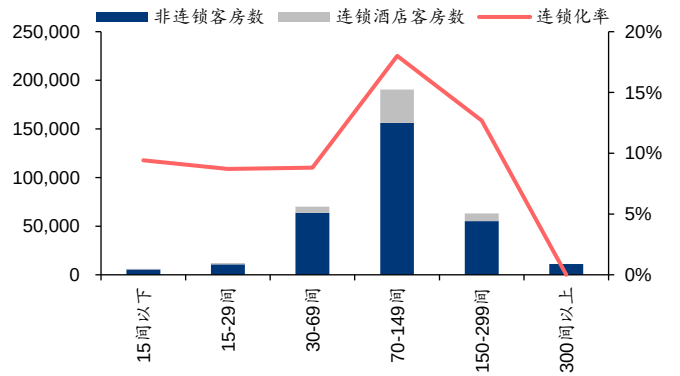
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表38： 按客房数四线城市中端酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表39： 按客房数五线城市中端酒店连锁化情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表40： 各城市中端酒店连锁化率情况

城市	按客房数						总计
	<15	15~29	30~69	70~149	150~299	>300	
上海	12.6%	10.0%	41.8%	67.9%	71.2%	53.0%	65.0%
广州	31.0%	19.6%	23.1%	42.6%	48.0%	26.0%	39.4%
深圳	0.0%	4.6%	12.6%	35.2%	42.0%	76.9%	35.9%
杭州	7.6%	6.6%	16.7%	51.9%	45.4%	27.7%	41.4%
Tier 2	12.1%	8.6%	21.2%	46.5%	38.0%	9.4%	38.9%
Tier 3	9.6%	8.0%	18.1%	34.5%	21.4%	3.4%	27.4%
Tier 4	8.0%	7.3%	14.6%	27.2%	16.1%	0.0%	20.8%
Tier 5	9.4%	8.7%	8.8%	18.0%	12.7%	0.0%	14.2%
总计	9.6%	8.1%	17.2%	37.5%	30.4%	11.7%	31.0%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

酒店集团区域分布差异大

经济型：一二线各家齐头并进，锦江更下沉

经济型连锁酒店品牌方面，我们选取了国内连锁酒店前三龙头锦江酒店（600754 CH，增持，目标价：39.78~48.96 元）、首旅酒店（600258 CH，增持，目标价：24.25~29.10 元）和华住（HTHT US，未评级）旗下的锦江之星（含百时快捷与金广快捷酒店，下同）、7 天、汉庭、如家品牌。

图表41： 经济型连锁酒店品牌比较

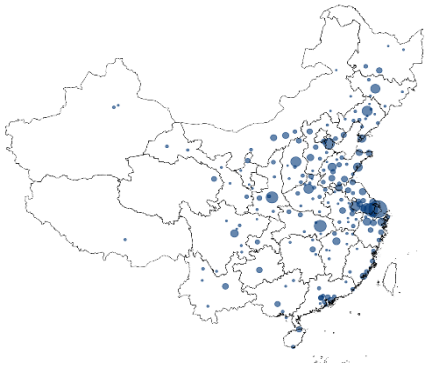
酒店集团	经济型品牌	价格段（元）	门店数
华住	汉庭	70-430	2285
锦江	7 天	70-390	1863
	锦江之星	60-380	900
首旅	如家	80-400	2186

注：价格段信息根据公司官网酒店预订价格区间估计得来

资料来源：携程网，公司官网，华泰证券研究所

从地域分布上看，锦江旗下的锦江之星与 7 天存在明显互补性，锦江之星在大本营华东地区布局较多，而 7 天在华南、华中与西南地区优势明显，尤其是在广东大幅领先其他品牌。汉庭、如家酒店布局相仿，华东与华北地区为主力地区，西南与东北地区也有较多布局，但在华南地区相对落后。

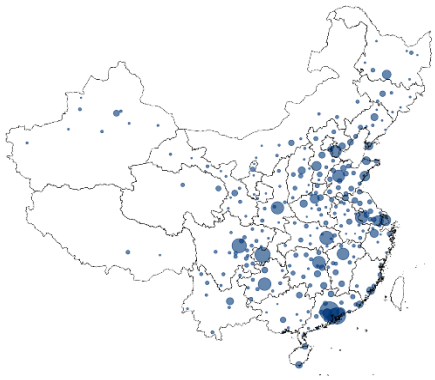
图表42： 锦江之星酒店地域分布情况



注：散点半径与客房量成正比。为突出重点区域，图中未完整展示南海领土。下同。

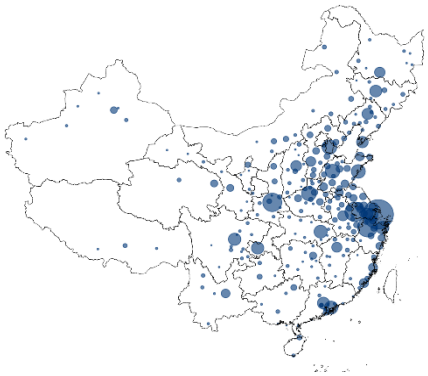
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表43： 7 天酒店地域分布情况



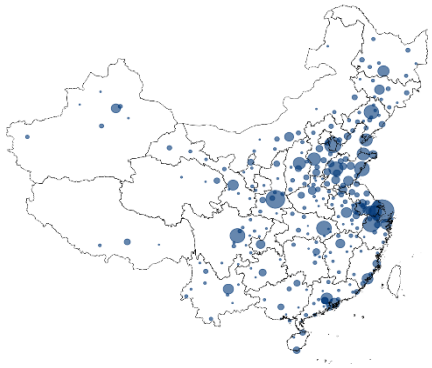
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表44： 汉庭酒店地域分布情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表45： 如家酒店地域分布情况



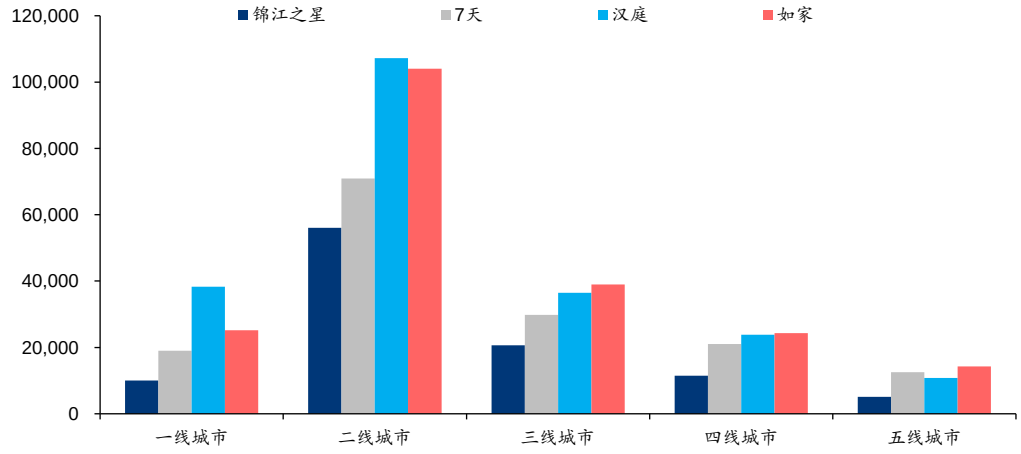
资料来源：携程网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

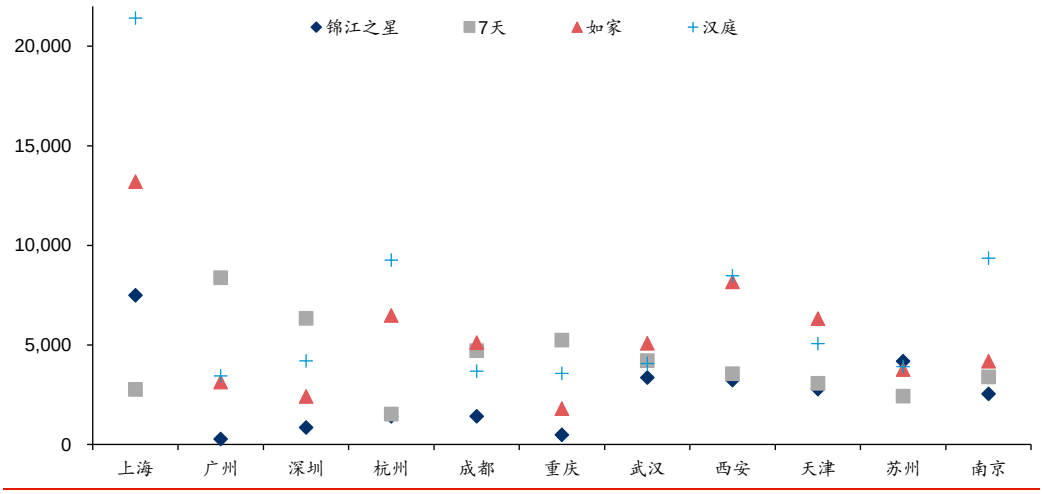
各品牌的城市分布结构，反映了拓展策略上的较大差异，华住与如家重点发展一二线市场，锦江则在低线城市市场有较多储备。华住以及如家在一、二线城市优势明显，四五线城市除锦江之星外，其余品牌基本齐头并进。深入具体城市分析，华住汉庭与首旅如家在多数重点城市均占据领先地位，而锦江 7 天则区域性地在广深与成渝有较大优势。

图表46： 各线城市经济型连锁酒店品牌客房量比较



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表47： 重点城市经济型连锁酒店品牌客房量比较



资料来源：携程网，华泰证券研究所

中端：锦江维也纳全国领先，华住、首旅一二线

中端连锁酒店品牌方面，我们选取了三大龙头旗下的维也纳、丽枫、全季、桔子（含桔子水晶）、如家商旅/精选酒店等品牌，此外加入亚朵酒店、和颐这两个中高端品牌。

图表48： 中端连锁酒店品牌比较

酒店集团	中端品牌	价格段（元）	门店数
华住	全季	190-560	820
	桔子	210-660	295
锦江	维也纳	120-500	1834
	丽枫	160-510	619
首旅	和颐	140-830	144
	如家商旅/精选	120-440	595
亚朵	亚朵	210-920	434

注：维也纳

资料来源：携程网，公司官网，华泰证券研究所

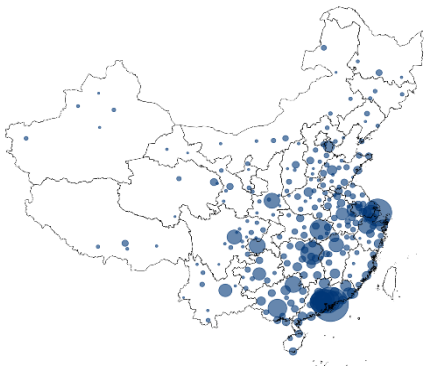
免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

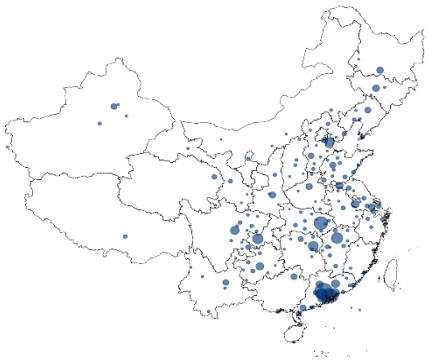
维也纳在数量以及覆盖范围上，都占据绝对优势。值得一提的是，维也纳酒店是各品牌中少有的重心偏南的品牌，尤其集中在东南地区。丽枫主要集中于华南、华中地区。全季酒店布局较广，但主要发力于华东地区，在华东部分城市客房量已反超维也纳。桔子、如家商旅/精选、和颐酒店都最集中于华东地区，各龙头间存在明显的区域集群策略。亚朵酒店区域分布较为均衡，覆盖城市与规模显著领先于同档次的和颐酒店，但依然处于开拓区域中心城市阶段。

图表49： 维也纳酒店地域分布情况



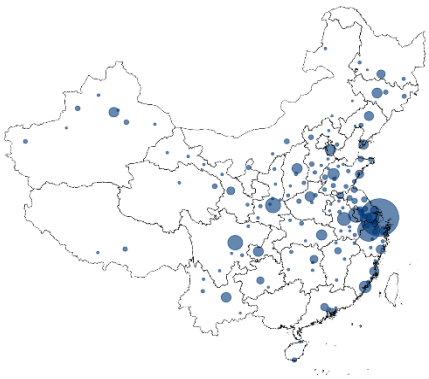
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表50： 丽枫酒店地域分布情况



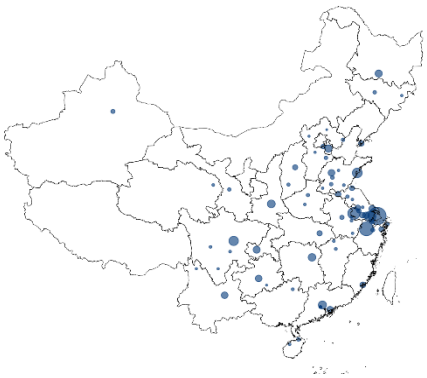
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表51： 全季酒店地域分布情况



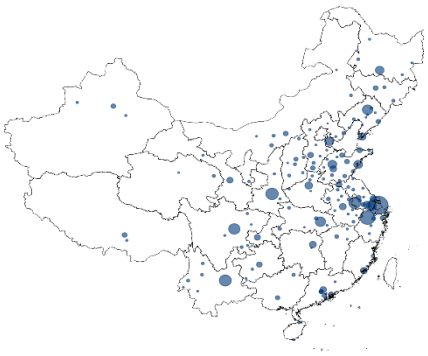
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表52： 桔子酒店地域分布情况



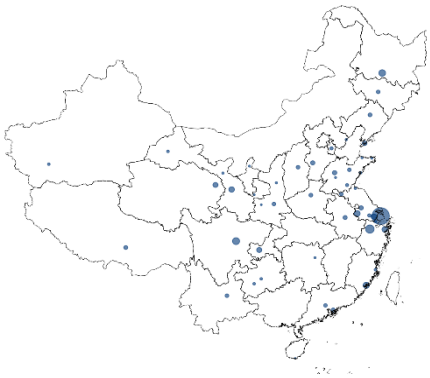
资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表53： 如家商旅/精选酒店地域分布情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表54： 和颐酒店地域分布情况

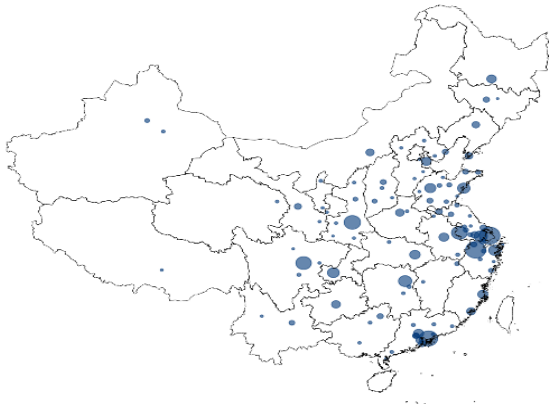


资料来源：携程网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

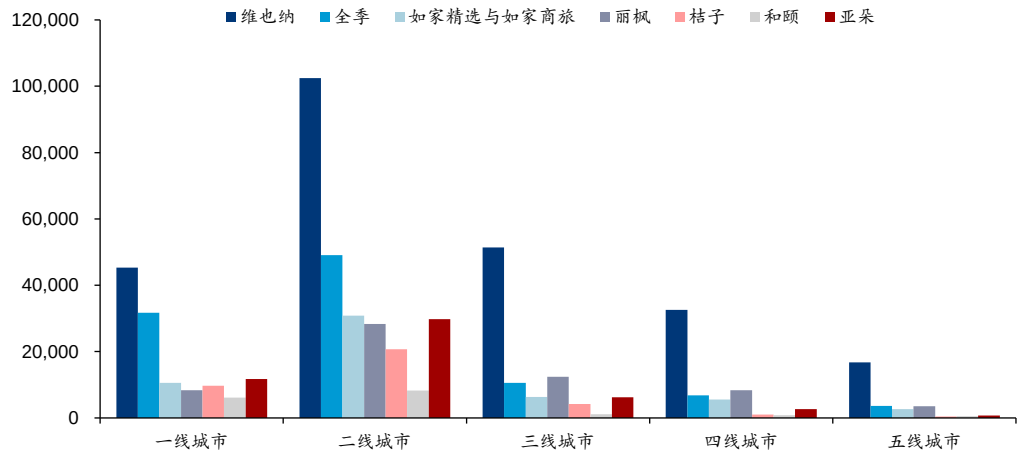
图表55： 亚朵酒店地域分布情况



资料来源：携程网，华泰证券研究所

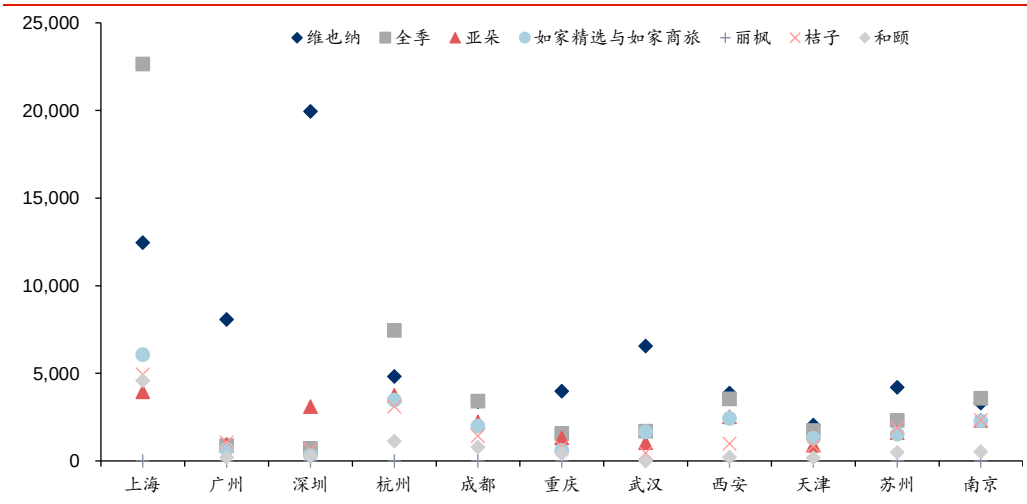
维也纳酒店在各线市场均占据较强优势，尤其是在低线城市。全季紧随其后，在一线城市与维也纳形成双寡头局面。如家商旅/精选、丽枫与桔子酒店三家在一二线城市份额接近，在低线市场丽枫稍微领先。和颐与亚朵都主要集中于一、二线城市、亚朵大幅领先。深入具体城市分析，在大多数重点城市，维也纳都保持领先，全季在上海以及杭州实现反超，在上海市场大幅领先其余竞争对手。

图表56： 各线城市中端连锁酒店品牌客房量比较



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表57： 重点城市中端连锁酒店品牌客房量比较



资料来源：携程网，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

从集团角度整体分析，通过比较三大龙头在连锁酒店内部的市场份额占比，可以发现三大龙头在经济型酒店中，虽然城市分布有差异，但总体市场份额差距较小；中端酒店中，锦江凭借着维也纳酒店的领先地位，大幅领先竞争对手。总体而言，经济型连锁酒店市场集中度大幅低于中端酒店，尤其是在三四线城市，两者差距接近 30pct，同时与一线城市经济型连锁酒店 CR3 相比也低了 20pct 以上，说明**三四线城市经济型连锁酒店行业整合空间较大**。反观中端酒店市场，各线城市间 CR3 相差较小，整体 CR3 已达 79%，龙头已占据绝对主导地位。

图表58： 经济型连锁酒店市场集中度比较（客房量口径）

	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	整体
华住	30%	20%	15%	15%	13%	19%
首旅	20%	18%	14%	14%	14%	16%
锦江	19%	21%	19%	19%	21%	20%
CR3	69%	59%	48%	47%	48%	55%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表59： 中端连锁酒店市场集中度比较（客房量口径）

	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	整体
华住	34%	28%	19%	17%	17%	25%
首旅	9%	10%	7%	8%	8%	9%
锦江	40%	42%	52%	51%	45%	45%
CR3	84%	80%	77%	77%	71%	79%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

Logit 模型验证客房数与连锁化概率为倒 U 型关系

物业条件是酒店连锁化的基础条件，我们选取了关于酒店建筑特征以及区位的重要变量，对一至五线城市分组 Logit 模型回归，量化分析影响酒店连锁化的物业条件变量。Logit 模型以二值变量（本文中为是否为连锁酒店）作为被解释变量，克服了线性回归模型对概率建模的不足，广泛用于二值被解释变量回归分析。

模型中加入酒店客房数及其平方，用以刻画前文中客房数对连锁化率的倒 U 型关系。另一个关于酒店建筑的变量为酒店年龄，刻画酒店的老化程度。其余变量主要刻画酒店区位，附近同档次连锁酒店数体现的是酒店所在区域商业条件，一般更好的区位容易产生酒店集群效应。其余变量刻画了酒店与火车站、机场、市中心的距离关系。考虑到不同城市间酒店数量差异较大，对附近同档次连锁酒店数进行标准化处理，使之表示在城市内的相对发达程度，从而减小不同城市的异质性。

图表60： 回归变量定义

变量	含义
Y	是否为连锁酒店
Room	客房数
Room_sq	客房数平方
Age	酒店年龄，取 2020-min{装修年份，开业年份}
Train	与最近的火车站驾车距离是否小于 3km
Air	与最近的机场驾车距离是否小于 4km
Near_no	附近同档次连锁酒店数，指酒店半径 2km 内同一档次连锁酒店数量（用最大值标准化处理）
Dis_cen_dummy	中心城区，与市中心直线距离是否小于 5 公里
Constant	截距项

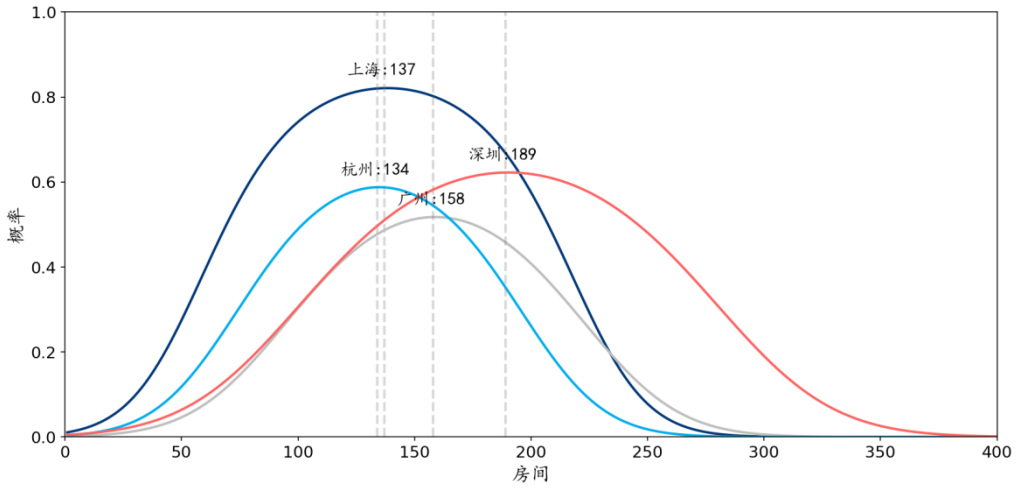
资料来源：华泰证券研究所

经济型酒店：连锁化进程接近，市场发展较成熟

一线城市：连锁化最优客房数为 130-190 间

对于所有一线城市，客房数变量与连锁化概率都显著呈现倒 U 型关系，连锁化最优单店客房数在 130-190 间左右。

图表61： 各一线城市经济型连锁酒店最优客房数



资料来源：携程网，华泰证券研究所

火车站与机场变量大都显著为负，说明位于交通枢纽附近会降低酒店连锁化概率。我们认为可能是因为枢纽附近客流量较大且需求较为刚性，使得单体酒店缺乏加盟动力。值得一提的是，上海机场系数为正，可能与上海虹桥机场与火车站一体，区位较为特殊，并且距离市中心较近。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

除了深圳外，附近连锁酒店数变量都显著为正。说明经济型连锁酒店存在明显的聚集性。结合中心城区变量多数不显著，说明**连锁酒店分布并非以市中心距离线性递减，而是在重点区域点状聚集。**

除了共性，系数也揭示了不同城市间存在自身特殊性。上海年龄系数显著为负，说明上海连锁酒店相对较新。中心城区变量显著为负，经济型连锁酒店向城市外围渗透程度较高，可能是因为中心城区客流量较大，业主缺乏加盟动力。

图表62： 一线城市经济型酒店回归系数

变量	上海	广州	杭州	深圳
Room	0.0885***	0.0830***	0.0885***	0.0616***
Room_sq	-0.0003***	-0.0003***	-0.0003***	-0.0002***
Train	-0.5665***	-0.5295**	-0.1961	0.0030
Air	1.2814***	-17.7096***	-9.1743***	-
Age	-0.0579***	0.0110	-0.0149	-0.0004
Near_no	1.5202***	1.1565***	1.5865***	0.0306
Dis_cen_dummy	-0.7577***	-0.0523	-0.0622	0.3230
Constant	-4.5464***	-6.7661***	-5.7448***	-5.3890***
N	6366	6853	6231	4953

注：***为 1%水平显著，**为 5%水平显著，*为 10%水平显著，N 为样本数，下同；深圳机场变量因样本过少影响模型估计，予以剔除

资料来源：携程网，华泰证券研究所

其余城市：连锁化阶段相近，集中于中心城区

二至五线城市经济型酒店回归显著性与符号基本相同，说明其连锁化阶段相近。二线城市与低线城市主要不同在于机场变量，二线城市显著为负，而低线城市不显著，可能由于低线城市航空较不发达，商旅出行主要依赖省内铁路交通。与一线城市相比，火车站与中心城区虚拟变量有较大差异。与一线城市恰好相反，二至五线城市火车站附近以及位于中心城区，能显著提升连锁化概率，这可能与城市发展水平有关，后文总结处展开阐述。

图表63： 二至五线城市经济型酒店回归系数

变量	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市
Room	0.0916***	0.0887***	0.0956***	0.0856***
Room_sq	-0.0004***	-0.0004***	-0.0005***	-0.0004***
Train	0.1275***	0.1028**	0.2440***	0.4317***
Air	-0.5377***	-0.3034	-0.6876	0.1144
Age	-0.0498***	-0.0796***	-0.1194***	-0.1311***
Near_no	0.4677***	0.7648***	1.0433***	0.8587***
Dis_cen_dummy	0.0932**	0.1663***	0.2135***	0.2942***
Constant	-5.6303***	-5.3484***	-5.8193***	-6.0010***
N	122367	54586	59546	41318

资料来源：携程网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

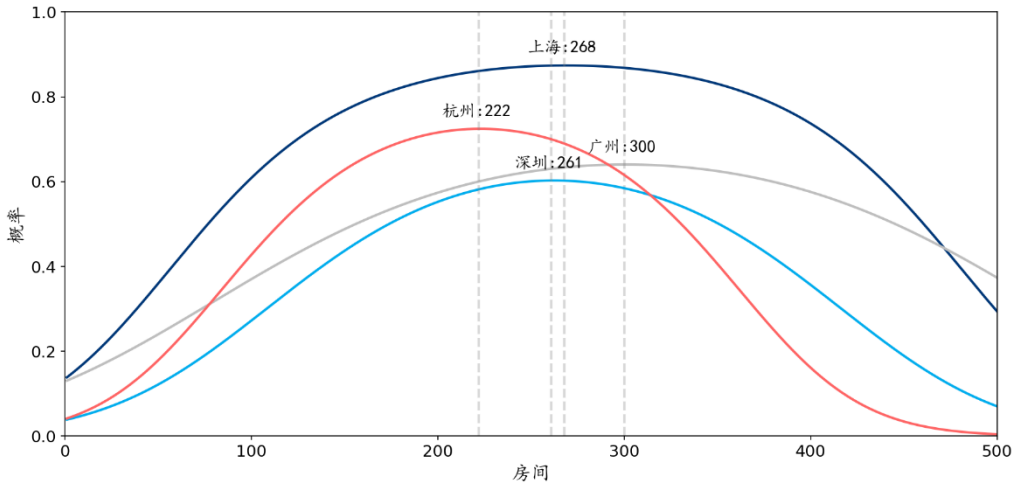
lax889889.com 299520.xyz

中端酒店：连锁化进程差异大，低线城市发展初期

一线城市：连锁化最优客房数为 220-300 间

对于所有一线城市，客房数变量与连锁化概率都显著为倒 U 型关系。与现实数据一致，中端酒店连锁化最优单店客房数高于经济型连锁酒店，在 220-300 间左右。

图表64： 各一线城市中端连锁酒店最优客房数



资料来源：携程网，华泰证券研究所

与经济型酒店不同的是，中心城区变量基本显著为负，中心城区中端酒店加盟概率较低，说明连锁酒店向城市外围渗透程度高。与经济型酒店另一差别在于交通枢纽的影响。火车站与机场等交通枢纽变量没有一致规律，可能因为中端酒店市场仍未成熟，各城市间特异性较强。

除了深圳外，附近连锁酒店数变量显著为正。说明中端连锁酒店存在明显的聚集性。酒店年龄变量都显著为负，可能是因为中端升级为近年行业趋势，拉低中端连锁酒店年龄。

图表65： 一线城市中端酒店回归系数

变量	上海	广州	杭州	深圳
Room	0.0284***	0.0164***	0.0373***	0.0305***
Room_sq	-5.298e-05***	-2.737e-05**	-8.305e-05***	-6.35e-05***
Train	0.1513	-0.0854	-0.3103	-0.4037
Air	-0.4402	-17.6277***	20.6363***	-
Age	-0.2723***	-0.1827***	-0.3024***	-0.2007***
Near_no	5.0893***	1.7681***	3.5644***	-0.6806
Dis_cen_dummy	-1.0482***	-0.6380**	-0.9239***	0.1002
Constant	-1.4215***	-1.5877***	-2.5820***	-2.6200***
N	819	577	957	607

注：深圳机场变量因样本过少影响模型估计，予以剔除；

资料来源：携程网，华泰证券研究所

其余城市：低线城市连锁化进程滞后

二线与低线城市中端酒店回归结果有明显不同。中心城区变量二线城市与一线城市一样为负但不显著，过渡到三线城市系数转正但仍不显著，四五线城市则显著为正，且各线城市间系数呈现明显递增关系，反映在低线城市仍主要集中于城市核心区。二线城市火车站与机场变量分别显著为正/负，而低线城市两者基本不显著或者显著性较弱（较多五线城市无火车站与机场，加之中端酒店样本数较少，导致相关变量显著性与其他城市可比性较差）。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表66： 二至五线中端酒店回归系数

变量	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市
Room	0.0437***	0.0390***	0.0411***	0.0301***
Room_sq	-0.0001***	-0.0001***	-0.0002***	-0.0001***
Train	0.2261***	0.1360	0.1836*	0.6826***
Air	-0.9559***	-0.1998	-0.6727	0.8963*
Age	-0.2780***	-0.3757***	-0.3278***	-0.4252***
Near_no	1.1440***	2.4335***	1.3062***	1.0967***
Dis_cen_dummy	-0.0143	0.0483	0.2703***	0.3324***
Constant	-2.7421***	-2.5568***	-3.0616***	-2.9639
N	10366	5306	5606	4781

资料来源：携程网，华泰证券研究所

总结：客房是核心变量，兼顾位置，中端模型差异大

1) **客房数是影响酒店连锁化的核心变量。**现状统计以及回归分析都说明客房数对酒店连锁化率存在倒 U 型关系，且中端连锁酒店对客房数的要求更高，对于一线城市，中端连锁化最优客房数为 220~300 间，经济型酒店为 130~190 间，主要因为在这两个客房量区间内，对应投资回报率最高。

2) **邻近火车站对低线城市酒店连锁化概率有显著提升作用。**在二线及以下城市，邻近火车站大多会显著提升酒店连锁化概率。尤其是对于经济型酒店，在四、五线城市这一促进效应显著较高，而在一线城市则反而降低连锁化概率。这可能是由于低线城市火车站汇集了消费力较高的外来客流，在低线城市酒店质量参差不齐的情况下，这些客流更信赖于质量统一的连锁化酒店。另外，机场对一、二线城市经济型酒店连锁化概率有显著消极作用，对于低线城市无显著影响。一方面说明在一线城市机场与火车站因为有更高的客流量且需求相对刚性，从而降低了单体酒店加盟动力；另一方面说明低线城市，由于航空客流量少甚至没有机场，机场对连锁化率影响不大。

3) **酒店与市中心距离对连锁化概率有重要影响。**对于二线及以下城市的经济型酒店以及四五线城市的中端酒店，位于市中心方圆 5 千米内会显著提升连锁化概率，这可能因为相较于一线城市，这些城市核心区半径较小，只有位于核心区才有足够客流量与收入提升空间足以抵消连锁化相关费用。相反，对于多数一线城市的中端酒店，位于市中心方圆 5 千米内反而降低连锁化概率，这可能是因为酒店自身区位优势明显，连锁化对酒店入住率以及房价提升作用有限，因此缺乏加盟动力。

结合二、三两点，可以发现酒店区位优越度与连锁化概率也存在某种程度的倒 U 型关系。从单体酒店翻牌的利弊收益成本角度审视，酒店区位条件差，如低线城市郊区，加盟带来的客流量少，不足以支撑加盟带来的成本压力；反过来区位条件足够优越，如一线城市中心城区，加盟与否对收入的边际促进作用小，同样不会选择加盟。

4) **中端酒店连锁化进程差异明显。**二至五线城市中端酒店模型结果相比于经济型酒店差异更大，主要因为各线城市间中端酒店发展本身更不平衡。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

模型测算中端连锁增长空间广阔

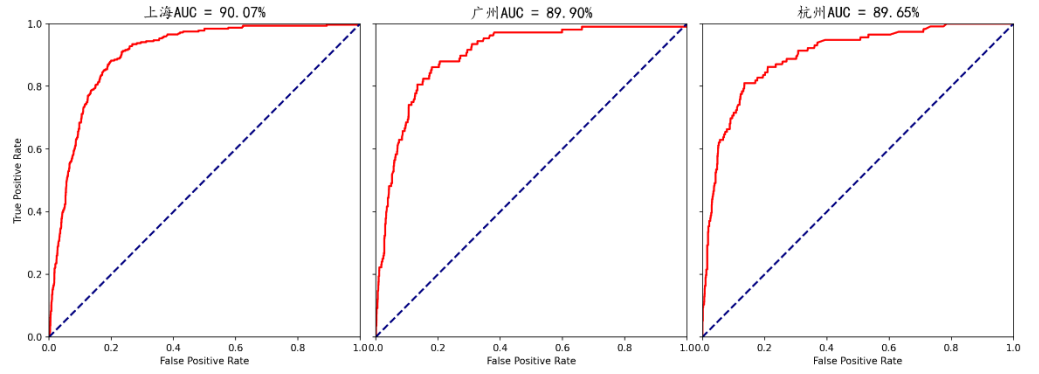
经济型天花板较低，中端连锁空间广阔

基于回归分析结果，我们以连锁化进程相对领先的一线城市为基准，根据酒店物业条件，测算二至五线城市经济型/中端酒店连锁化空间。具体而言，取上海、广州、杭州经济型/中端模型变量的公约数建立统一模型（深圳市场系数为离群值，予以剔除；酒店年龄变量与连锁化因果关系不明确，也予以剔除），每个城市逐一回归后以系数均值代入二至五线城市现有经济型/中端酒店数据，从而得出每间经济型/中端酒店连锁化的概率。阈值为 50%表示以一线城市标准，单体酒店连锁化概率超过 50%时会成为连锁酒店，此为客观中性标准，因此以 60%/50%/40%分别作为悲观/中性/乐观阈值，最终以客房数为权重汇总计算每个城市经济型/中端酒店连锁化率。

需要明确的是，本测算未考虑经济发展水平等需求侧城市自身特征的影响，但由于酒店物业条件是供给端影响连锁化的前提，因此该预测仍有参考价值。

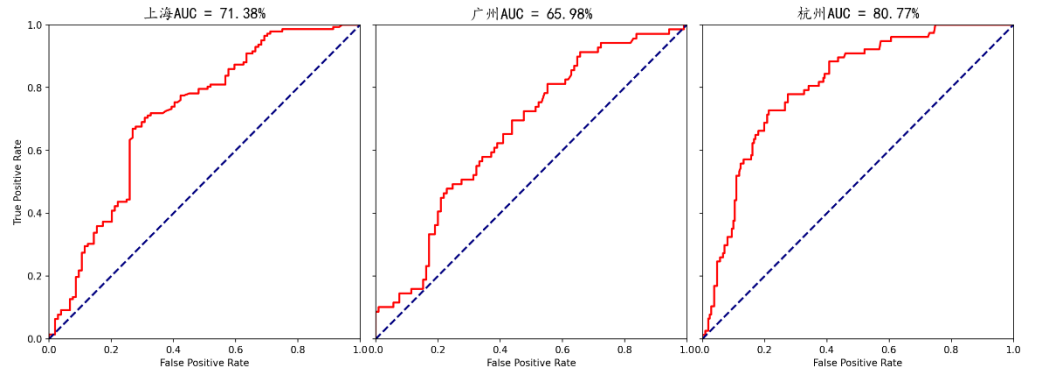
在预测之前，先利用分类算法常用的 AUC 指标，检验统一模型有效性。AUC 取值为 0.5~1，数值越高则模型有效性越好，若 AUC=0.5，则表示其与随机分类模型无异，模型无效；若 AUC=1.0，则表示其能完美分类。将每个城市按 70%/30%比例随机分为训练集和测试集，采用训练集估计参数用以预测测试集结果，从而检验模型有效性且能规避过拟合问题。经济型酒店模型检验结果均在 90%左右，说明模型有效性较好；中端酒店模型效果略逊，在 66%~81%之间，可能是因为中端酒店影响因素以及城市特异性更为复杂。

图表67： 经济型酒店统一模型有效性检验



资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表68： 中端酒店统一模型有效性检验



资料来源：携程网，华泰证券研究所

按悲观/中性/乐观估计，二线城市经济型酒店连锁化率 10.4%/17.4%/24.1%，现状为 18.8%。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

值得注意的是，由于一线城市酒店单店客房数等物业条件相对优于其他城市，模型完全以一线城市物业标准确定连锁化门槛，可能低估实际连锁化空间，因此我们认为中性和乐观预测空间更具参考意义。

图表69： 二线城市经济型酒店连锁化率测算

	二线城市	成都	重庆	武汉	西安	天津	南京	苏州
现状	18.8%	14.7%	10.0%	23.6%	22.1%	34.6%	35.4%	33.4%
悲观	10.4%	9.95%	4.8%	10.8%	14.0%	12.0%	11.5%	8.8%
中性	17.4%	15.7%	8.5%	18.0%	20.3%	23.5%	19.3%	18.8%
乐观	24.1%	22.1%	12.0%	24.8%	26.6%	31.5%	25.0%	26.4%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

四五线城市经济型酒店仍有连锁化空间。按悲观/中性/乐观估计，三线城市经济型酒店连锁化率为 10.1%/16.9%/24.0%；四线城市经济型酒店连锁化率为 7.7%/13.5%/19.6%；五线城市经济型酒店连锁化率为 7.7%/12.8%/18.5%，按中性情况四/五线城市经济型酒店连锁化分别仍有 2/5.8pct 左右空间。

图表70： 低线城市经济型酒店连锁化率测算

	三线城市	四线城市	五线城市
现状	17.3%	11.5%	7.0%
悲观	10.1%	7.7%	7.7%
中性	16.9%	13.5%	12.8%
乐观	24.0%	19.6%	18.5%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

按悲观/中性/乐观估计，二线城市中端酒店连锁化率为 22.5%/42.3%/63.9%，现状为 38.9%，部分市场连锁化空间较大。成渝由于当前连锁化率较低，潜力最大，按中性情况分别有 10.7/17.2pct 左右空间。

图表71： 二线城市中端酒店连锁化率测算

	二线城市	成都	重庆	武汉	西安	天津	南京	苏州
现状	38.9%	26.4%	22.1%	59.7%	47.9%	58.0%	59.7%	48.7%
悲观	22.5%	17.1%	20.6%	29.4%	19.4%	18.2%	21.3%	11.3%
中性	42.3%	37.1%	39.3%	50.5%	43.5%	43.1%	40.0%	26.4%
乐观	63.9%	60.2%	54.9%	75.3%	70.0%	64.0%	65.5%	51.0%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

低线城市中端酒店连锁化空间广阔。按悲观/中性/乐观估计，三线城市中端酒店连锁化率为 13.9%/29.1%/49.5%；四线城市中端酒店连锁化率为 14.9%/27.5%/45.6%；五线城市中端酒店连锁化率为 15.8%/25.1%/39.9%。按中性情况，四、五线城市连锁化分别仍有 6.7/10.9pct 左右空间，按乐观情况，三、四、五线城市连锁化有 20pct 以上空间。

图表72： 低线城市中端酒店连锁化率测算

	三线城市	四线城市	五线城市
现状	27.4%	20.8%	14.2%
悲观	13.9%	14.9%	15.8%
中性	29.1%	27.5%	25.1%
乐观	49.5%	45.6%	39.9%

资料来源：携程网，华泰证券研究所

总体而言，经济型酒店连锁化空间较小，中端酒店连锁化空间较大，二三四五线城市在中性假设下，连锁化率分别有 3.4pct、1.7pct、6.7pct 和 10.9pct 提升空间。**需要指出的是，我们的连锁化回归是基于现状的静态分析，展店空间未考虑非标品牌的发展。**

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表73： 连锁酒店门店数现状统计（单位：家）

	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
经济型酒店	2131	9021	4525	3156	1657	20490
中端酒店	1113	3430	1312	969	612	7436

资料来源：携程网，华泰证券研究所

图表74： 全市场有限服务酒店连锁化率测算

	总门店数（家）	总客房数（间）	连锁化率-现状	连锁化率-悲观	连锁化率-中性	连锁化率-乐观	连锁酒店客房增量-中性	连锁酒店客房增量-乐观
经济型酒店	336160	9268211	15.63%	10.41%	16.29%	22.26%	61210	614761
中端酒店	29216	2403974	30.96%	20.38%	34.72%	52.65%	90569	521493

注：各测算情景中，一线城市连锁化率均以现状计

资料来源：携程网，华泰证券研究所

经济型升级，中端加速，拓展非标

龙头酒店集团持续推动原有经济型酒店的改造升级。

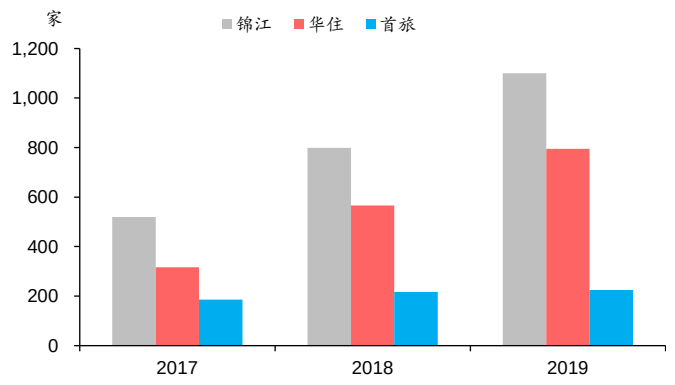
锦江：推出经济型品牌锦江之星的升级品牌白玉兰，定位介于经济型与中端酒店之间，以一、二线城市和三线城市的核心位置为主要区位地段，并有选择性地进入有特色的四线及以下城市。根据锦江酒店 2020 年第一季度报告，截止 1Q20，白玉兰品牌已开店 105 家，占锦江之星酒店的 9.1%。未来会加快升级转型的力度和速度，迈点研究院预计至 2020 年底总规模数将突破 300 家，开业酒店达 200 家。7 天酒店推出高端经济型产品 7 天优品及 7 天优品 Premium，定位“高端经济型酒店”；2020 年初，又推出经济型升级品牌 7 天酒店 2.0 产品。

首旅：2018 年首旅推动旗下如家经济型酒店升级为如家 3.0NEO 酒店，着眼于商务出游人士的出行需求。根据首旅酒店 2019 年年报，截止 2019 年底已开业 454 家,其中升级改造店为 360 家，如家经济型直营店中的 38.68%已完成升级。

华住：推出了汉庭的升级品牌汉庭优佳，根据华住 2019 年年报，截止 2019 年底，已开业 214 家，占汉庭酒店的 8.3%。2020 年汉庭酒店品牌已经推出了最新的 3.5 版本产品，并推出千店焕新计划，近千家老产品门店将焕新升级为汉庭 2.7 版本产品，约占 2019 年底汉庭酒店的 42%。

龙头加速中端酒店展店。锦江、首旅、华住 17~19 年中端新开店数量持续增加，占净新开门店比例保持在高位。

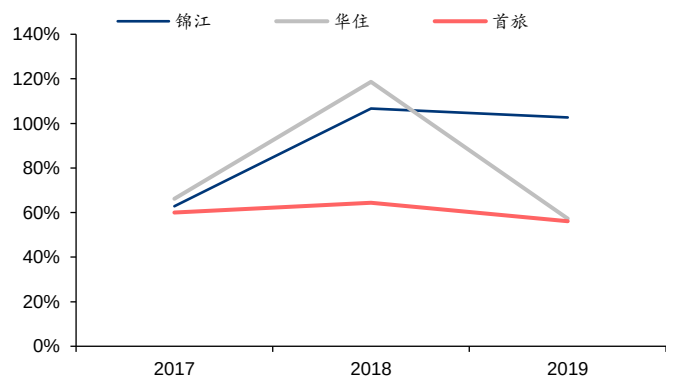
图表75： 三大龙头中端酒店净新开店数



注：含中高端品牌。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表76： 三大龙头净开店中中端酒店占比



注：含中高端品牌；2019 年华住非标品牌经济型酒店开店较快，导致中端占比下降

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

加大非标品牌拓展。非标品牌物业要求相对较低，一次性加盟费和装修等前期投入较低，持续加盟管理费较低，适合下沉市场。疫情之下，非标品牌发展有望加速。

华住非标品牌发展最快，已覆盖多个档次，包括经济型品牌怡莱、你好及海友，中端品牌星程以及高端品牌美仑。2018 年 12 月，在华住世界大会，华住 CEO 张敏首次提出了“打造华住软品牌（非标品牌）”。2019 年 4 月，华住推出为非标品牌门店服务的中央预订平台“一宿”，与“华住会”共享流量资源，吸引单体酒店加盟。根据华住公布的 2020 年第二季度运营结果，截止 2Q20，怡莱（含你好）/海友/星程/美仑分别开业 838/464/392/18 家，合计 1712 家，客房总数为 116124 间，同比增长 78%。2019 年华住世界大会上，季琦将华住开业 10000 家酒店的“万家灯火”计划完成年限定在 2022 年，截止 2Q20，华住门店数 6187 家，非标品牌扩张可能是展店的重要支撑。

首旅如家非标品牌为旗下云酒店系列，主要为商旅连锁酒店品牌，共有派柏云、睿柏云、素柏云、诗柏云四个品牌。根据首旅酒店 2020 年第一季度报告，截止 1Q20，云酒店系列共开业 505 家，客房总数为 26636 间，同比增长 58%。

锦江旗下非繁城品与派品牌，都强调通过轻改造集成单体酒店。根据锦江酒店 2020 年第一季度报告，截止 1Q20，非繁城品与派品牌分别开业 127/336 家，派品牌门店数同比增长 22%（非繁城品品牌 1Q20 前未披露开业门店数）。

图表77： 龙头主要非标品牌加盟物业条件

	锦江		华住			
	派	非繁城品	你好	海友	怡莱	星程
客房数	≥70	>150	50-150	20-80	60-120	≥75
城市要求	-	一二线城市	-	一至三线城市	一至三线城市	一至三线城市
客房面积（m^2）	≥16	>25	一二线城市 17-20 其他城市 20-25	一线城市 12-16 二三城市 14-18	-	一线城市≥20 其他城市≥23
建筑面积（m^2）	3000-6000	>6000	-	-	2000-6000	≥3000
大堂面积（m^2）	>50	>80	一二线城市 80 其他城市 120	一线城市 30 二三城市 50	-	一线城市≥80 其他城市≥120

注：首旅云酒店与美仑酒店为未披露具体物业要求

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表78： 龙头主要非标品牌加盟政策

	锦江		华住				首旅
	派	非繁城品	你好	海友	怡莱	星程	云酒店
加盟期限	-	10 年	10 年	10 年	标准期限 8 年 不低于 5 年	10 年	8 年
一次性加盟费（元）	3000/间	40 万	2000/间	1000/间 （最低 4 万）	2 万	2500/间	2500/间 （最低 5 万）
加盟管理费	营业收入 7%	营业收入 5%	营业收入 5%	营业收入 5%	营业收入 4%	营业收入 5%	8/6/4/3 元/间天 （一/二/三/四类城市）
订单佣金	-	会员客单总额 5%	CRS 8%（不超过总营收 3.5%）	CRS 8%（不超过总营收 3.5%）	CRS 8%（不超过总营收 3.5%）	CRS 8%	AIRHOTEL 6% 首旅如家平台 12% （20 元封顶）
保证金（元）	10 万	10 万	10 万	3 万	2 万	10 万	2 万
装修费用（元）	约 8500/间	轻改造约 3000/间 置换焕新约 1.4 万/间 硬件升级约 3 万/间	-	-	-	-	-

注：派酒店加盟管理费包含营业收入 1%的品牌推广费；怡莱酒店加盟期限在一线和省会核心位置可特批 3 年

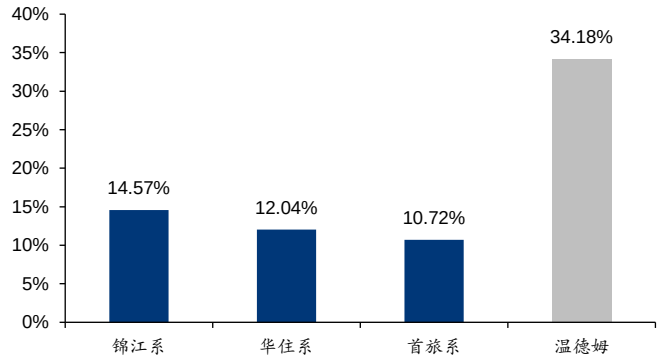
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

我们认为，当前国内经济型和中端酒店结构性不平衡，未来连锁酒店成长来自经济型产品升级，加速中端展店，大力发展非标品牌，模型低估连锁酒店拓展空间。根据盈蝶咨询、STR 与 2019 年华住、锦江、首旅年报，19 年我国酒店 CR3 为 10.08%，远低于美国 CR3 39.20%。龙头具有品牌、运营、会员优势，未来有望持续整合行业，提升市场份额。

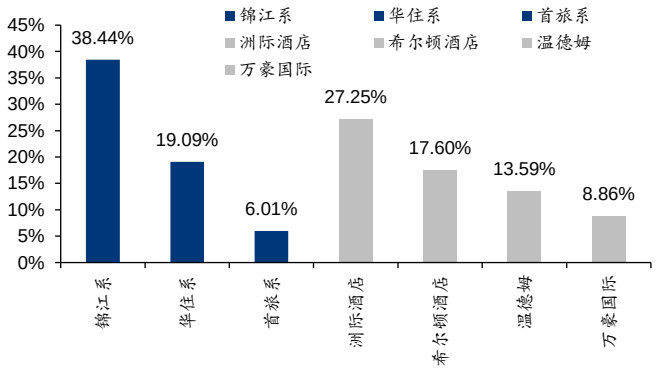
图表79： 2019 年经济型连锁酒店市场美国龙头市占率更高（按客房数）



注：蓝/灰色柱为中国/美国经济型连锁酒店市场占有率；锦江未披露境内数据，取盈蝶报告中国经济型连锁酒店品牌规模 TOP30 中锦江系品牌加总值

资料来源：盈蝶咨询，STR，公司公告，华泰证券研究所

图表80： 2019 年中端酒店市场美国龙头市占率更高（按客房数）



注：蓝/灰色柱为中国/美国中端连锁酒店市场占有率，因美国连锁化率更高，故美国龙头中端酒店市占率更高；美国为中端与中高端市场加总；万豪客房数包含加拿大数据，高于真实份额

资料来源：盈蝶咨询，STR，公司公告，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

重点推荐标的

首旅酒店（600258 CH，增持，目标价：24.25~29.10 元）

公司作为国内第三大连锁酒店集团，积极应对疫情。针对消费者住宿需求变化，创新推出放心酒店服务，根据环球旅讯，目前该产品已推广到旗下 3000 多家酒店。加盟酒店是公司长期规模与利润增长支柱，针对其经营困境，2020 年 1-3 月公司推出还款展期 3 个月，加盟管理费减免，提供 40 亿专项金融支持贷款等多项举措，支持加盟商减轻现金流压力。疫情导致单体酒店面临资金压力，有望加速首旅云品牌增长。

发力中高端市场有望加速公司开店速度。根据首旅酒店 2017~2019 年年报，17/18/19 年新开店数量为 512/622/829 家，净新增门店数分别为 310/337/401。19 年新开店中，加盟店占比 96.74%，中高端酒店占比 34.86%。截止 19 年底，公司门店中加盟店占比为 80.88%，同比提升 3.72pct；中端店占比为 21.24%，同比提升 3.45pct。随着公司明确以中高端酒店为未来 3-5 年战略重点，我们预计公司将进一步提升门店扩张速度，抢占市场份额，继续提升中端店和加盟店占比，提高自身净利率水平。

预计年底出现 OCC 景气向上拐点，维持“增持”。3Q15~2Q17，公司 OCC 同比变化为正数，PE 区间为 37~182 倍，均值为 78 倍（如家并表影响）；3Q17 至今，公司 OCC 同比变化为负数，PE 区间为 16~120 倍，均值为 38 倍。3Q15 至今公司 PE 均值为 58 倍。STR 数据显示国内酒店行业持续回暖，6 月北京二次疫情前，七天均线 OCC 与去年同期差距已收窄至 11.8pct。我们认为 3Q 旅游旺季有望进一步带动行业边际改善，20 年底首旅酒店 OCC 同比变化有望由负转正，带动 PE 提升。我们预计 20/21/22 年 EPS 为 0.06/0.97/1.16 元，参考历史 OCC 同比变化拐点期估值提升，给予 21 年 EPS 目标 PE 区间 25~30 倍，目标价区间为 24.25~29.10 元，“增持”评级。

风险提示：疫情反复导致出行需求低于预期；新开店数量不达预期。

图表81： 重点公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价（元） 2020-08-17	目标价（元）	市值（亿元）	EPS（元） 2019	2020E	2021E	2022E	PE（倍） 2019	2020E	2021E	2022E
600258 CH	首旅酒店	增持	19.17	24.25~29.10	189.44	0.90	0.06	0.97	1.16	21.30	319.50	19.76	16.53

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表82： 报告提及公司

公司代码	公司简称	目标价（元）	评级
600754 CH	锦江酒店	39.78~48.96	增持
HTHT US	华住	-	未评级
IHG US	洲际酒店	-	未评级
MAR US	万豪国际	-	未评级
WH US	温德姆酒店及度假酒店	-	未评级
HLT US	希尔顿酒店	-	未评级

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

风险提示

1）**城市异质性风险**：统一模型忽略了不同城市间需求端的差异，城市的经济发展情况、地理位置等差异都会影响连锁化空间。

2）酒店档次结构改变风险：经济连锁型酒店存在升级为中端酒店的可能，酒店档次结构的长期变化可能影响预测结果。

3）宏观经济风险：酒店属于周期性行业，经济不景气可能冲击酒店运营，从而对连锁化进程造成负面影响。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

附录

下表统计了本文收集的 355 个城市的酒店数量以及客房数，一至五线城市共有酒店 38 万家，客房 1456 万间。

图表83： 城市酒店家数与客房数统计

城市	酒店数	客房数	城市	酒店数	客房数	城市	酒店数	客房数	城市	酒店数	客房数
一线城市	**30562**	**1397478**	唐山	623	30260	泰安	838	37138	益阳	359	15975
上海	8031	418869	镇江	571	32002	南充	634	27415	黔南	1339	45584
广州	8171	359567	盐城	573	34707	六安	819	32699	丹东	840	23619
杭州	8056	307817	湖州	2381	51356	大庆	373	14616	曲靖	1071	37495
深圳	6304	311225	赣州	1464	65430	舟山	4230	64305	乐山	1626	46198
二线城市	**150569**	**5700491**	泰州	564	31195	**四线城市**	**75662**	**2551945**	黔东南	2134	52984
成都	8643	320964	济宁	1131	51558	常德	420	22907	张家口	1149	47036
重庆	10175	324549	呼和浩特	835	47257	渭南	893	35789	黄山	2447	57853
武汉	6336	221155	咸阳	654	28959	孝感	462	23266	鄂尔多斯	465	31931
西安	8846	272447	漳州	1664	33820	丽水	1339	34324	阳江	1245	74993
天津	3224	128592	揭阳	433	25762	运城	413	20757	泸州	486	19401
苏州	5565	205758	江门	549	39127	德州	817	29473	恩施	850	20369
南京	4741	181221	桂林	4070	118786	许昌	558	27476	衡水	540	19189
郑州	5655	240927	邯郸	595	28569	湘潭	423	19575	铜陵	231	9449
长沙	6485	230009	芜湖	547	30999	晋中	2030	46837	承德	2018	50600
东莞	2170	146590	三亚	2481	123103	安阳	660	28039	红河	930	34615
沈阳	2223	91865	阜阳	657	32220	三明	545	22349	大理	4102	71692
青岛	7383	200939	淮安	625	29651	开封	1224	42410	大同	1027	31737
合肥	3159	145747	遵义	1674	62688	郴州	1242	39295	漯河	291	13927
佛山	2542	134044	银川	1064	47996	茂名	417	28137	葫芦岛	1730	18921
宁波	3311	139413	衡阳	678	24467	邵阳	754	33209	河源	706	31954
昆明	5188	192372	上饶	1887	45280	德阳	507	20278	娄底	399	18199
福州	2037	84402	柳州	794	42124	龙岩	762	26275	延边	935	26095
无锡	2771	116259	淄博	566	25571	南平	1020	31183	齐齐哈尔	403	13499
厦门	2357	96365	莆田	464	19116	淮南	274	13762	延安	726	34423
济南	3016	136029	绵阳	804	34677	黄石	399	14164	抚顺	286	8447
大连	3129	102526	湛江	644	44277	营口	1420	25769	拉萨	690	31641
哈尔滨	3551	104695	商丘	469	25023	亳州	396	19071	铜仁	990	30237
温州	2273	80308	宜昌	784	28349	日照	1497	44359	长治	418	16365
石家庄	2402	93274	沧州	442	25922	西宁	1423	58178	达州	569	21732
泉州	1502	71395	连云港	890	35503	衢州	611	25165	鄂州	133	6343
南宁	2468	118243	南阳	1173	49093	东营	403	20076	忻州	938	29277
长春	2348	80096	九江	1285	48100	吉林	887	24594	吕梁	443	16627
南昌	2286	100371	新乡	520	22705	韶关	839	34203	淮北	248	9200
贵阳	3438	130140	信阳	638	29790	枣庄	1219	33367	濮阳	255	13485
金华	2146	99563	襄阳	516	21382	包头	540	25369	眉山	736	23600
常州	1749	73721	岳阳	472	23512	怀化	517	25418	池州	1127	25988
惠州	4858	184868	蚌埠	589	25190	宣城	1283	32942	荆门	480	19488
嘉兴	2940	89708	驻马店	527	28341	临汾	829	30840	**五线城市**	**56425**	**2099173**
南通	1130	61213	滁州	491	23967	聊城	739	27850	汉中	647	27833
徐州	1219	57964	威海	1788	58831	梅州	529	28058	辽阳	138	6138
太原	2509	93545	宿迁	609	28737	盘锦	391	11684	梧州	260	13577
珠海	1872	79523	株洲	740	31682	锦州	573	14792	鹰潭	304	13009
中山	1220	63861	宁德	720	22207	榆林	577	31405	百色	661	30871
保定	2074	76201	邢台	616	24930	北海	3516	64510	毕节	863	30873
兰州	2013	76421	潮州	2384	132943	宝鸡	834	40223	钦州	295	16397
台州	1652	60665	秦皇岛	2386	70141	抚州	490	20847	云浮	239	14642
绍兴	1179	56591	肇庆	564	29212	景德镇	579	18067	佳木斯	310	11177
烟台	4132	104967	荆州	512	23510	玉林	397	24834	朝阳	254	9526
廊坊	652	30985	周口	603	29324	十堰	767	33311	贵港	317	18112
三线城市	**69347**	**2801917**	马鞍山	327	16349	汕尾	433	22089	丽江	3502	70565
潍坊	1466	59242	清远	1513	54091	咸宁	383	19003	四平	253	8438
扬州	1204	45444	宿州	418	18509	宜宾	665	24050	内江	355	12619
海口	1637	78219	鞍山	321	14508	焦作	736	27515	六盘水	528	22889

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

城市	酒店数	客房数	城市	酒店数	客房数	城市	酒店数	客房数	城市	酒店数	客房数
汕头	699	38952	安庆	762	29271	平顶山	520	23395	安顺	877	34829
洛阳	1652	53334	菏泽	516	27308	滨州	462	19576	三门峡	322	15514
乌鲁木齐	1093	64290	宜春	531	26642	吉安	484	26766	赤峰	797	35399
临沂	867	48690	黄冈	737	31544	永州	566	23195	新余	169	9566
牡丹江	473	15054	来宾	238	12293	黑河	306	10838	怒江	109	4856
晋城	355	14505	玉溪	671	22956	哈密	159	9506	和田	97	7142
自贡	355	11610	安康	459	20065	吴忠	181	8357	迪庆	678	19581
本溪	330	8715	通辽	441	18237	攀枝花	323	12683	甘南	452	17239
防城港	728	28847	德宏	464	24607	巴彦淖尔	221	12049	阿坝州	1770	61711
铁岭	233	8250	楚雄	308	14135	巴中	447	15816	大兴安岭	200	4519
随州	226	9724	朔州	259	12296	鸡西	185	6455	七台河	47	1743
广安	522	17428	伊犁	1095	42489	乌海	127	7380	山南	74	3566
广元	693	22999	文山	175	7677	临沧	411	16710	日喀则	187	8276
天水	493	18479	嘉峪关	267	10809	海东	243	7878	塔城	112	6414
遂宁	402	15600	凉山	1340	39403	双鸭山	100	3631	博尔塔拉	84	4601
萍乡	365	13591	资阳	234	9550	阿克苏	235	17790	昌都	277	11104
西双版纳	1374	45383	锡林郭勒	721	27224	石嘴山	106	4428	阿勒泰	549	20037
绥化	279	9593	雅安	974	26927	阿拉善	322	12367	玉树	37	2043
鹤壁	165	7045	普洱	577	22137	海西州	716	30636	海南	594	17179
湘西	1574	37430	崇左	403	17497	平凉	268	12940	克孜勒苏	14	626
松原	335	9666	庆阳	189	9741	辽源	82	2957	阿里	77	3059
阜新	168	5829	巴音郭楞	405	22947	临夏	213	13350	海北	479	13348
酒泉	987	57883	乌兰察布	469	17947	铜川	92	5125	黄南	21	984
张家界	1814	54781	白山	382	13565	金昌	96	4949	果洛	45	1689
黔西南	679	27860	昌吉	283	16701	鹤岗	89	2769	那曲	78	4080
保山	1100	25936	白城	263	8193	伊春	360	7610	**合计**	**382929**	**14559253**
昭通	589	24309	兴安盟	570	13197	林芝	392	16354			
克拉玛依	195	9302	定西	297	14036	固原	196	9311			
呼伦贝尔	1356	40243	喀什	362	21803	武威	189	11771			
贺州	477	14744	白银	209	10786	儋州	314	12221			
通化	400	10600	陇南	449	16577	吐鲁番	206	12157			
阳泉	124	6245	张掖	559	25852	甘孜州	1805	52988			
河池	425	22937	商洛	336	13136	中卫	354	15005			

注：数据截止至 2020 年 7 月

资料来源：携程网，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

免责声明

分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话: + 212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com